

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 7,90 (22 may 2026)

Fecha del informe: 26 may 2026 (10:40h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

Redegal (RDG) es una consultora digital española fundada en 2004 enfocada en el comercio electrónico. Sus servicios abarcan el marketing digital y el desarrollo e implementación de soluciones tecnológicas (de terceros y desde 2024 también de software desarrollado por RDG). RDG empezó a cotizar en BME SCALEUP en octubre de 2024 y se incorporó a BME Growth en julio de 2025.

 Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com

 Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

Al “alcance de la mano”. La oportunidad (y necesidad) de ser muy rentable.

2023-2025: ESFUERZO INVERSOR CON APOYO ACCIONARIAL. RDG ha hecho una “apuesta” relevante (EUR 2,3 Mn gastos capitalizados en I+D) en 2023-2025 para dotarse de producto propio. Este esfuerzo inversor se ha cobrado un peaje en la rentabilidad operativa (con el EBITDA rec. en break even), agravado por el “parón” en Mexico. Los accionistas, tanto “históricos” (Jorge Vázquez presidente/fundador y Lino de Prado) como nuevos (destaca Axon Partners Group, por conocimiento del sector y rol inversor en mercados públicos y privados), han apoyado este esfuerzo.

2026E-2028E: EL REVERSO DE 2023-2025. El trienio 2026e-2028e, con menos inversión prevista, se beneficia de la entrada “en producción” del producto propio y de una recuperación en Mexico, generando FCF rec. 2026e-2028e de EUR 5,4 Mn y mejorando la rentabilidad (margen EBITDA rec. acumulado 2026e-2028e del 11,5%). Y permite (caja neta EUR 2,7 Mn 2028e) considerar nuevas inversiones en producto y/o M&A. La perspectiva es de alto crecimiento en EBITDA rec. (TACC +72,8%)

DE CONSULTORÍA A SOLUCIONES INTEGRADAS. Las soluciones IA y la puesta en valor del dato (regulación, “calidad” del dato para las herramientas de IA) obligan al sector a “transicionar” del diseño de webs y soluciones e-commerce (al margen de la IA), a una segunda fase dominada por la capacidad de “capturar” datos e integrarlos en soluciones de IA que hagan y ejecuten recomendaciones que mejoren la rentabilidad de las estrategias de marketing de los clientes. Estas soluciones integradas ofrecen mayor recurrencia y margen. Y explican la opción de RDG de entrar en un período de gran mejora de márgenes en base a una inversión ya hecha.

LOS MULTIPLOS EXIGEN EJECUCIÓN EN 2026E-2028E. RDG cotiza con una prima sobre comparables (EV/EBITDA rec. 2026e 16,8x versus 5,3x para comparables de marketing digital y 8,5x para comparables de tecnología) que cuentan con un “track record” más largo como compañías cotizadas y mayor liquidez. Es esencial que RDG cumpla (e incluso supere) nuestras estimaciones para 2028e (ingresos EUR 21,5 Mn y EBITDA 2028e EUR 3,4 Mn). Y que impliquen una TACC de ingresos 2025 – 2028e del +8,5%. A priori poco exigente y por sí misma capaz de desencadenar, vía el apalancamiento operativo de este tipo de negocios, un crecimiento “exponencial” del EBITDA rec. (+72,8%) y que llevaría el EV/EBITDA rec 2028e a 6,7x. Pero todo depende de llevar el potencial teórico (“sobre el papel”) a la realidad y mostrar, ya en 2026e, crecimiento en ingresos y mejora de márgenes. La ejecución es esencial.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	18,8	21,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	23,0	26,7
Número de Acciones (Mn)	2,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,20 / 7,54 / 6,45	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	6,9	
Refinitiv / Bloomberg	RDGL.MC / RDG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

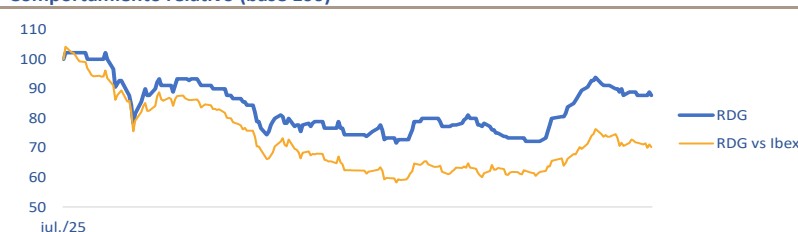
Lino de Prado	35,5
Jorge Vázquez	22,1
Isetec V FCR (Axon Partners)	19,1
Axouxiere Inv (60% Jorge Vázquez)	10,5
Free Float	10,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,2	2,3	2,4	2,4
Total Ingresos	16,8	18,4	19,9	21,5
EBITDA Rec.	0,7	1,4	2,1	3,4
% Var.	310,8	106,1	53,8	62,9
% EBITDA Rec./Ing.	3,9	7,4	10,6	15,9
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	8,1	21,8	17,6	12,5
Beneficio neto	-0,8	0,6	1,2	2,3
BPA (EUR)	-0,36	0,27	0,48	0,96
% Var.	67,4	175,7	76,6	99,5
BPA ord. (EUR)	0,14	0,27	0,48	0,96
% Var.	133,8	99,0	76,6	99,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-1,0	0,5	1,6	3,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,6	2,2	0,6	-2,7
DN / EBITDA Rec.(x)	5,4	1,6	0,3	-0,8
ROE (%)	n.a.	124,5	52,6	58,7
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	33,0	53,1	141,4

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	28,8	16,3	8,2
PER Ordinario	57,4	28,8	16,3	8,2
P/BV	n.a.	11,6	6,8	3,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,37	1,25	1,16	1,07
EV/EBITDA Rec.	34,7	16,8	11,0	6,7
EV/EBIT	n.a.	27,7	14,7	8,0
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	2,6	8,6	17,5

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,4	9,7	n.a.	17,9	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-5,3	10,9	n.a.	13,5	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-3,4	8,7	n.a.	14,9	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-7,2	11,8	n.a.	13,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-14,4	-4,0	n.a.	-0,3	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(6) Otros: Autocartera 2,8%

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Refinitiv y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Redegal (RGD) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

RDG: una evidente (y teórica) capacidad de crecimiento que los múltiplos exigen se materialice ya en 2026e.

De publicidad digital y presencia digital

El sector del marketing digital se ha beneficiado claramente de la ola de digitalización, que representa una parte relevante del CAPEX de todas las empresas, y que es un requisito de supervivencia, no una opción, proveyendo a sus clientes de las estrategias de marketing digital y de los instrumentos para implementarlas.

a gestión del dato

El valor en el sector se está desplazando a la captura del dato (websites, publicidad, redes sociales, etc...), su estudio (aplicando modelos e IA) y su aplicación en la estrategia comercial de los clientes (agentes IA). Un dato que por el “endurecimiento” regulatorio es más difícil de conseguir y que deja a las compañías que no lo capturen en manos de los dominadores (Google, Meta, Amazon, TikTok) de un mercado de publicidad digital altamente concentrado (inflación del coste del dato) y expuestas a riesgo regulatorio (gobierno del dato y trazabilidad). Tan importante como la “propiedad” del dato es su calidad. Si el dato no es “limpio”, identificable, consentido y contextualizado, la rentabilidad de la inversión en IA es nula.

De facturación por proyecto a “paquetización” de servicios

Las compañías de marketing digital que se quedan posicionados como meros proveedores de servicio se enfrentan a una “comoditización” de su actividad (presión en margen, menor recurrencia) mientras que las que evolucionen hacia un modelo que recoge, procesa y actúa sobre el dato se benefician de mayor recurrencia y de un modelo escalable, de mejor margen.

A) ¿Dónde está RDG ahora?

Mercado “cambiante”

- RDG ha hecho el esfuerzo inversor (“Product”) para adaptar su modelo de negocio a la nueva realidad del mercado del marketing digital y mejorar el servicio ofrecido a sus clientes. Product es relevante no solamente por su contribución sino porque también permite defender y potenciar la actividad de Digital Business y de Tech. Desde el punto de vista de los inversores, el reflejo del impacto de la IA en las valoraciones ha sido binario (“bueno” para hardware y “malo” para software). Creemos que los mercados diferenciarán entre las compañías que aprovechan la oportunidad de la IA y las que sufren por la amenaza de la IA. RDG ha hecho la inversión para figurar entre las primeras.

Balance “reparado”

- La tensión causada por la inversión en producto propio, agravada por la súbita reducción de la contribución de México, dejaron a RDG a 31/12/2025 con un balance con EUR 3,6 Mn de DN y con un FCF recurrente negativo de EUR 0,5 Mn. Los accionistas han vuelto a mostrar en 2026 su confianza en RDG y en su plan de negocio inyectando EUR 0,8 Mn a través de una ampliación de capital dineraria (Axon Partners Group) y una capitalización de préstamos de EUR 0,8 Mn (Jorge Vázquez, Presidente Ejecutivo, y Lino de Prado, consejero dominical). En ambos casos, a un precio (EUR 7,80 EUR/acc.) superior al precio de mercado del día del anuncio oficial de la ampliación en el registro mercantil (EUR 7,2 por acción -20/2/2026-)

B) ¿Hacia dónde va RDG? (2026e – 2028e)

Durante el trienio 2026e–2028e, la normalización del ciclo inversor, la contribución de la inversión ya realizada en PRODUCT y la normalización de Mexico han de llevar a:

Recuperación de margen

- Un margen EBITDA rec. medio en 2026e-2028e de 11,5% (negativo en 2023-2025) resultado de un TACC de ingresos de 8,5%, una mejora de margen bruto de 8 p.p. y un crecimiento en total OPEX (gastos de personal y otros gastos de explotación) de 4,5%.

Balance con caja neta

- Alta conversión de EBITDA rec. en FCF (Free Cash Flow) recurrente (circa 78%) -ayudada por suavización de ciclo inversor- que deja a RDG con una caja neta 2028e de EUR 2,7 Mn.

Internacionalización “eficiente”

- Recuperar peso de internacional en facturación (6% en 2025 versus 23% en 2023) con el lanzamiento de BINNACLE y BOOSTIC y con la normalización de la actividad en Mexico. Usar presencia local en Mexico para penetrar otros mercados en la zona. Este renovado esfuerzo internacional no “penaliza” la estructura de costes porque usa la estructura existente en Mexico y la figura del “partner” para la estrategia comercial de BINNACLE y BOOSTIC en mercados donde RDG no está presente.

C) Fortalezas estructurales y riesgos clave de RDG

22 años de historia RDG no es un start-up sino una compañía con 22 años de historia que ha sabido aprovechar el crecimiento estructural de la digitalización y responder a los retos macro (crisis financiera, COVID), sectoriales (IA) y micro (parón en mercado mexicano, inversión en Product). Identificamos las siguientes fortalezas estructurales:

Accionariado, activo intangible

- Combinación de fundador que permanece al frente de la compañía como presidente ejecutivo (Jorge Vázquez), accionista a largo plazo con conocimiento del principal mercado internacional de RDG (México; Lino de Prado) e inversor financiero con conocimiento del sector TMT/IT y de los mercados privados y públicos (Axon Partners Group; cotiza en BME Growth), validando el modelo de negocio.

Capacidad de innovación

- Espíritu innovador visión de largo plazo con el lanzamiento de Product (esencialmente, apuesta por el producto propio, de mayor margen) como unidad de negocio.

De empresa privada a empresa cotizada

- Esta capacidad de innovación en el uso de los recursos se extiende también a la captación de los recursos: crowdfunding, cotización en BME Scaleup y salto posterior a BME Growth. Adaptándose a los requisitos de empresa cotizada. El ser empresa cotizada puede ayudar (plan de incentivos) a mantener y mejorar el bajo nivel de rotación de personal (c.5%) de RDG. Y aporta una etiqueta de transparencia y credibilidad útil tanto el acceso a financiación tanto bancaria como vía equity.

Riesgos relevantes:

“Delivery”, esencial

- 2026e marca un claro punto de inflexión (reducción en CAPEX, mejora de márgenes, generación de FCF rec. positivo y reducción de deuda) que es necesario cumplir para reducir el perfil de riesgo.

M&A, “delivery” prioritario

- El M&A es un paso lógico y una opción válida, teóricamente, para acelerar el crecimiento tanto geográfico como de gama de productos y servicios. RDG mencionó el M&A como motivación de la ampliación de capital de marzo 2026. Dada la relevancia del “delivery”, la correcta ejecución del plan de negocio (crecimiento en Product, impulso en Mexico, generación de FCF rec.) puede ponerse en riesgo por operaciones de M&A en las que RDG todavía carece (objetivamente) de credenciales.

Mexico, gestionar el pasado reciente

- Mexico fue un mercado muy rentable (y lo ha de volver a ser en el futuro) pero el parón de 2024 y 2025 ha dejado un “lastre” (cuentas pendientes de cobro y un préstamo de matriz a filial de EUR 3 Mn) que hay que gestionar. Un “lastre” que no representa salida de caja pero que puede dar lugar a deterioros y provisiones en el balance.

D) RDG a largo plazo, ¿qué cabe esperar más allá de 2028e?

Más allá del periodo 2026e–2028e, ¿qué puede hacer RDG para mejorar su EBITDA y sus múltiplos?

M&A, después de “delivery”

Si hay “delivery”, RDG queda en una muy buena posición (2028e: caja neta) para crecer a mayor velocidad vía M&A (que podría financiarse con equity). Acometer el M&A desde una posición más sólida reduce el riesgo de ejecución. Adicionalmente, y aunque no tiene asiento en el Consejo, el conocimiento que tiene Axon Partners Group (valoraciones/múltiplos en mercados públicos y privados, ejecución de transacciones) es un valioso recurso para reducir el riesgo de toda operación de M&A.

Mejora del “free float”

La liquidez es todavía reducida, tanto por la capitalización de RDG como por el bajo free float (11%). La mejora de los ratios de rentabilidad y apalancamiento en 2026e-2028e debería de atraer a inversores (también al inversor institucional) interesado en financiar el crecimiento futuro de RDG, bien sea con nuevos desarrollos internos (Product) o con M&A

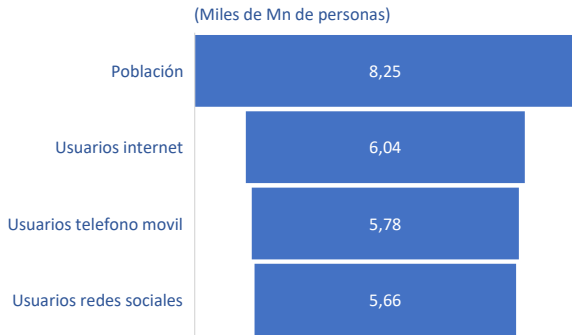
E) Conclusión: los múltiplos exigen ejecución en 2026e-2028e.

Múltiplos exigentes versus sector

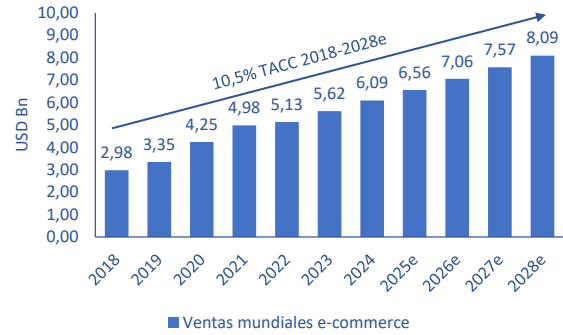
RDG cotiza con una elevada prima sobre comparables (EV/EBITDA rec. 16,8x y EV/EBITDA 13,8 de 20226e versus EV/EBITDA 5,3x para comparables de marketing digital y 8,5x para comparables de tecnología) que cuentan con un “track record” más largo como compañías cotizadas y con mayor liquidez. Es esencial que RDG cumpla (e incluso supere) nuestras estimaciones para 2028e: ingresos EUR 21,5 Mn y EBITDA 2028e EUR 4 Mn. Y que impliquen una TACC 2025 – 2028e de crecimiento del +8,5%. *A priori* poco exigente y por sí misma capaz de desencadenar, vía el apalancamiento operativo de este tipo de negocios, un crecimiento “exponencial” del EBITDA rec. (+72,8%) y que llevaría el EV/EBITDA rec. a 6,7x. Pero todo depende de llevar el potencial teórico (“sobre el papel”) a la realidad y mostrar, ya en 2026e, crecimiento en ingresos y mejora de márgenes. La ejecución es esencial.

La compañía en 8 gráficos

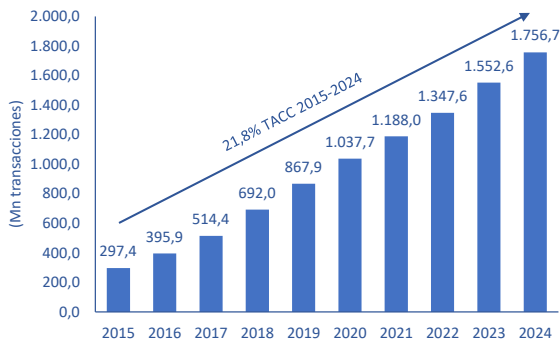
El mundo es digital



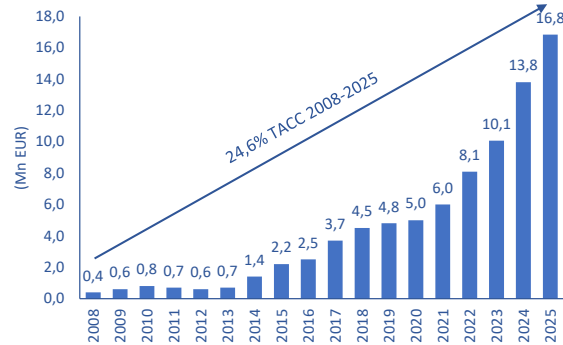
El comercio es cada vez más digital...



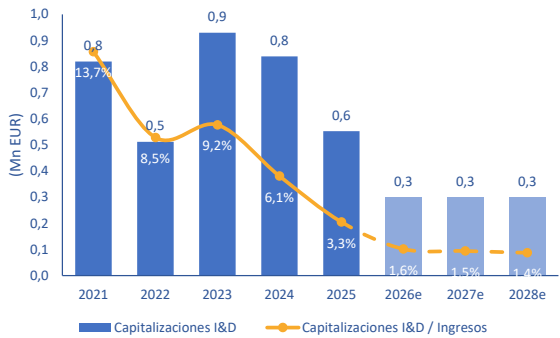
... y España no es una excepción



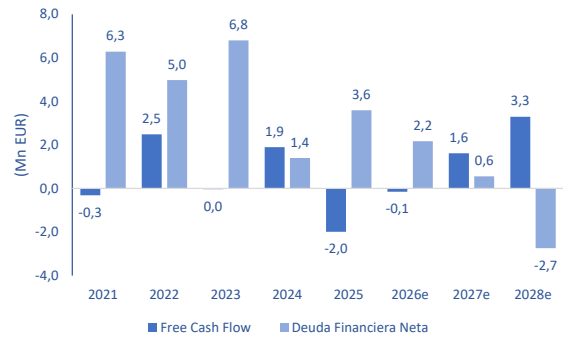
REDEGAL está aprovechando este cambio estructural (24,6% TACC 2008-2025)



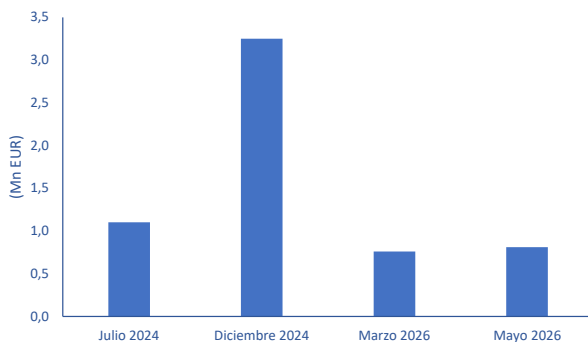
... invirtiendo fuertemente para desarrollar producto propio...



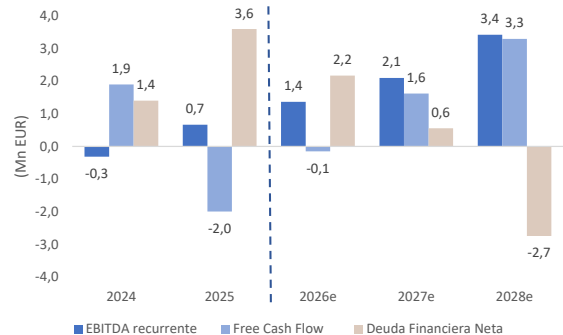
... impactando la generación de caja y la solidez del balance



Solidez financiera reforzada (ampliaciones de capital) con el apoyo de accionistas fundadores y nuevos accionistas



Apalancamiento operativo y normalización del CAPEX mejoran margen operativo y generación de caja abriendo la puerta a posible M&A



Descripción del negocio

Una consultora “100% digital” en pos de tamaño

REDEGAL S.A. (RDG) es una compañía dedicada a la prestación de servicios de consultoría digital relacionados con el comercio electrónico. Estos servicios abarcan desde el marketing digital hasta el desarrollo e implementación de soluciones tecnológicas (principalmente de terceros pero desde 2024 también de software desarrollado por RDG).

RDG se fundó en Orense en febrero de 2004 por tres socios fundadores, incluyendo el actual presidente ejecutivo, Jorge Vázquez González. El presidente ejecutivo suscribió sucesivas ampliaciones de capital (octubre 2012, marzo 2013 y diciembre 2013) incrementando su participación hasta controlar la práctica totalidad del capital (95,6%) en diciembre de 2013.

La internacionalización de RDG, ya iniciada en 2011, se aceleró en 2013 con la entrada en Méjico y la constitución a finales de 2014 de REDEGAL TI MEXICO S.A. de C.V. (RDG MEXICO) donde RDG tiene una participación inicial del 49% (que se incrementó hasta el 99% en abril de 2022).

La ampliación de capital de noviembre de 2016 fortalece el balance y da entrada en el accionariado de RDG al socio mexicano Lino de Prado a través de su vehículo LIPRASA 2015 SLU. El presidente ejecutivo y Lino de Prado suscriben las ampliaciones de capital de enero 2019 y marzo 2022). Tras estas ampliaciones, ambos accionistas (Jorge Vázquez y Lino de Prado) quedan con un 50% de RDG cada uno.

El objetivo de RDG de ser una empresa cotizada -iniciado en diciembre de 2021 con la incorporación al Entorno Pre Mercado de BME en julio de 2024 para facilitar una ronda de “crowdfunding” que incorpora a 213 nuevos accionistas captando EUR 1,1 Mn (110.720 acciones; EUR 10 por acción).

En diciembre de 2024, RDG incorpora capital institucional al proyecto a través de una ampliación de capital de EUR 3,25 Mn (464.470 acciones; EUR 7 por acción). El “anchor Investor” en esta ronda es el Fondo ISETEC V FCR gestionado por AXON Partners que invierte EUR 2,5 Mn (algo más del 75% de la ampliación de capital). Estimamos que la inversión en RDG representa 6%-7% de la cartera del fondo a 31/12/2024. La presencia del fondo gestionado por Axon Partners en el accionariado de RDG es relevante porque “valida” el modelo de negocio. Axon Partners aúna dos líneas de negocio como son consultoría en sector ICT (Information and Communications Technology; regulación, transformación digital, adopción IA etc..) e inversión tanto en compañías privadas como públicas en sectores de crecimiento. Este posicionamiento permite a Axon Partners calibrar el potencial y el riesgo de RDG.

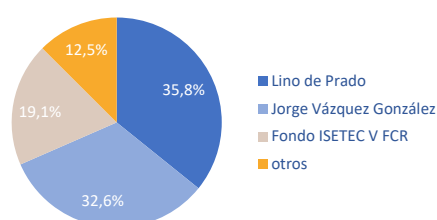
El precio de la ampliación de capital de diciembre de 2024 (EUR 7 por acción) se usó para el inicio de cotización de RDG en BME SCALEUP en enero de 2025. Unos meses más tarde (julio de 2025), RDG pasó a cotizar en BME GROWTH.

RDG articuló un mecanismo de compensación (sin que hubiera ningún tipo de obligación legal) para compensar a los accionistas que invirtieron en la ronda de “crowdfunding” (@ EUR 10 por acción) tras la ampliación de capital de diciembre de 2024 (@ EUR 7 por acción) mediante la entrega de acciones de RDG (sin coste para RDG ya uno de los consejeros entregó las 42.000 acciones necesarias).

En octubre de 2025, el Consejo de Administración, con la autorización de la JGA de junio de 2025, acordó realizar una nueva ampliación de capital de hasta EUR 3 Mn con derecho de suscripción preferente (384.615 acciones @ EUR 7,8 por acción). La finalidad de esta ampliación de capital es financiar el crecimiento inorgánico de RDG. La ampliación se cerró a finales de marzo de 2026 con suscripción incompleta (97.622 acciones) consiguiendo el 25% (€0,76 Mn) de los EUR 3 Mn inicialmente previstos. La ampliación refuerza el compromiso del Fondo ISETEC V FCR (inversor que suscribió la práctica totalidad de la ampliación incrementando su participación desde 16,4% a 19,9%) aunque no mejora el free float ni atrae nuevos inversores.

RDG comunicó (OIR 1/4/2026) una nueva ampliación de capital que se sometió a votación en JGE del 4/5/2026 en la que dos de los accionistas y consejeros (Lino de Prado y Jorge Vázquez

Gráfico 1. Accionariado RDG mayo 2026



González) suscribieron una ampliación de capital por compensación de créditos existentes al mismo precio que la reciente ampliación de capital dineraria (EUR 7,8 por acción). Tras esta capitalización de créditos, estimamos que Lino de Prado tiene un 36%, Jorge Vázquez González un 33% y el Fondo ISETEC V FCR un 19% dejando un 11% de “free float”.

Modelo de negocio: una consultora “full digital”

RDG es una compañía impulsada por ingenieros informáticos de la Universidad de Vigo que ha aprovechado la ola de digitalización desde sus inicios en 2004.

Gráfico 2. Ingresos 2025 por línea de negocio

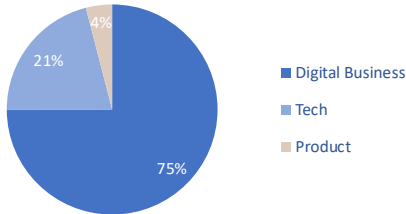


Tabla 1. Evolución de la compañía.



RDG se define como consultora “full digital” que ofrece a sus clientes la prestación de servicios para el desarrollo de su canal de venta online y su integración con el canal de venta tradicional (omnicanal), combinando tecnología y marketing digital. RDG también ha hecho una fuerte inversión en producto propio (Binnacle y Boostic) que permite a los usuarios recopilar y analizar todos los datos que genera su actividad comercial online para mejorar la gestión comercial del negocio. La base de clientes tiene un fuerte sesgo hacia el B2C explicado en parte por su localización (Orense en particular y Galicia en general es uno de los “clusters” del diseño, fabricación y distribución de moda) en diversos sectores como el financiero (Abanca, Santander Consumer Finance, Banco Azteca), moda (Inditex, Under Armour, Adolfo Dominguez), distribución (Primor, Farmacias Direct), transporte (Aeromexico, Viva Aerobus) o alimentación (Estrella Galicia, Coren, McCain).

RDG agrupa sus actividades en tres líneas de negocio (“digital business”, “tech” y “product”) siendo las dos primeras las más “veteranas” y “product” la de más reciente incorporación.

“Digital Business” (75% de los ingresos en 2025). RDG desarrolla y ejecuta campañas de publicidad online enmarcadas en una estrategia de posicionamiento en la red y en las redes sociales que “visibilizan” el negocio del cliente en el mundo online con la finalidad de mejorar los ingresos y la rentabilidad. En el caso de clientes con presencia física, esta estrategia digital se enmarca en una estrategia omnicanal (“phygital”) que integra el marketing digital y el marketing tradicional. Algunos de los servicios en esta línea de negocio son:

- **Analítica web:** conocer la calidad y la cantidad del tráfico en la web, conocer la facilidad para encontrar la web del cliente en los procesos de búsqueda de los consumidores, comparación con webs de la competencia, conversión en ventas de las visitas a la web, etc.
- **Redes sociales:** elaboración, ejecución y seguimiento de un plan de marketing para contactar de manera dinámica y permanente con el público objetivo.
- **Email marketing:** diseño, envío y análisis posterior de resultados de las campañas de captación de clientes.
- **SEO (Search Engine Optimization)/(SEM Search Engine Marketing):** diseñar una web tanto desde un punto de vista técnico como de contenido para que la experiencia del usuario sea satisfactoria de tal manera que la web del cliente de RDG “escale” posiciones en las “search engines” por un buen “organic search” (“búsqueda espontánea” sin pago de la compañía para mejorar su posicionamiento en las búsquedas).
- **Publicidad digital:** mejorar el posicionamiento de las marcas o de las webs de los clientes mediante acciones publicitarias pagadas (“paid search”). La labor de RDG no es un modelo de reventa sino la prestación de un servicio integrado que permite medir el ROI (Return on Investment) de la inversión abarcando desde la negociación con las grandes plataformas (Google, Meta, TikTok) hasta el seguimiento e interpretación de los resultados. Entramos en más detalle en la sección de análisis financiero del impacto en margen bruto y en circulante de RDG de la compra de publicidad digital para los clientes de RDG.

RDG enfatiza la capacidad de dar un servicio integrado en “digital business” que, por ejemplo, optimiza el mix de inversión en “organic search” y en “paid search”. Ambos son generadores de tráfico en las webs de los clientes (ver Tabla X) pero con muy distintas características en cuanto a coste, control del tráfico, inmediatez del impacto, confianza en la marca etc.... Y si introducimos en la ecuación la disrupción causada por la IA (Google AI reduciendo el tráfico hacia los websites al responder al usuario sin que este tenga que acceder al website; “zero click”) podemos apreciar la ventaja competitiva de ofrecer un paquete completo que permita a sus clientes gestionar un entorno muy cambiante.

Tabla 2. Búsquedas ecommerce 2025

	Organic	Paid
Búsquedas ecommerce 2025	50%-65%	30%-40%

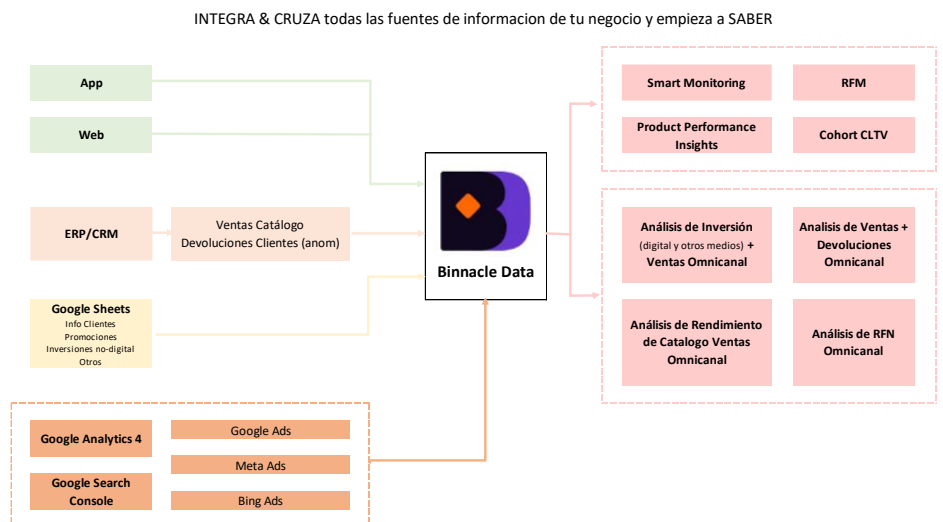
Fuente: Search Engine Land Febrero 2026

“Tech” (21% de los ingresos en 2025). RDG provee la infraestructura necesaria para que sus clientes puedan estar presentes en el comercio electrónico e integrar estas herramientas en la administración y gestión del cliente. Algunos de los productos en esta línea de negocio:

- **Desarrollo de tienda “online”:** desde soluciones a medida a adquisición de soluciones ya existentes, incluyendo plataformas de pago, logística, ciberseguridad, etc.
- **Integración con sistemas ERP (Enterprise Resource Planning) y CRM (Customer Relationship Management).**
- **Integración en “marketplaces” como Amazon, eBay, Temu.**
- **Desarrollo de apps para dispositivos móviles,** que adaptan la web a las características de los distintos sistemas operativos (iOS, Android, Windows).
- **Servicio de alojamiento en la nube,** ofreciendo el menú de servicios de Google Apps, adaptándolo a las necesidades de cada cliente.

“Product” (4% de los ingresos en 2025). Apoyándose en su conocimiento del mundo de la venta digital/ecommerce y en su experiencia con más de 200 clientes, RDG decidió apostar por el desarrollo y lanzamiento de software propio. RDG detectó una oportunidad en el mercado para ofrecer Boostic y Binnacle -las dos soluciones que conforman la unidad de negocio Product-, ambas desarrolladas como software agéntico. Binnacle es una solución orientada a la inteligencia de negocio y la analítica digital que “controla”, recopilando información, todo lo que pasa en los canales de venta digitales (comportamiento de los usuarios, ventas, logística, inventario, catálogo, etc.) y “ayuda”, analizando y procesando la información recopilada, a mejorar la toma de decisiones de negocio.

Binnacle se lanzó al mercado a mediados de 2023 y en diciembre de 2024 se complementó con Boostic, un spin off de Binnacle. Boostic es una herramienta orientada a la optimización de catálogos y procesos de e-commerce.



Fuente: Redegal.

Resultados esperados con Boostic.cloud

Optimización de estrategias y presupuesto publicitario	Incremento en la rentabilidad del catálogo	Automatización y escalabilidad en la toma de decisiones	Aumento de precisión en las estrategias SEO y SEM	Reducción de stock inactivo
Reducción del gasto en campañas SEM y SEO ineficientes.	Identificación de productos con margen de beneficio más alto, y productos con alto potencial no aprovechado para estrategias de pricing y promoción.	Reducción de tiempos, recursos y errores en el análisis y toma de decisiones sobre catálogo, estrategias de marketing y campañas asociadas a marcas y categorías.	Detección de problemas, anomalías y oportunidades concretas incluso en catálogos ingentes.	Identificación de productos sin ventas o con interacción mínima para ajustes de pricing y visibilidad.
Mayor asignación de inversión a productos / marcas / categorías con alto potencial de conversión.	Reducción de la canibalización y competencia de productos dentro de la misma categoría.	Agilidad y automatización en la toma de decisiones con grandes volúmenes de productos.	Insights directos para actuar sobre productos, marcas y categorías concretas.	Identificación de productos de baja rotación para estrategias de promoción o discontinuación.
Incremento del ROI de marketing digital.			Segmentación de campañas y estrategias en base a rendimiento.	Campañas específicas para productos inactivos.

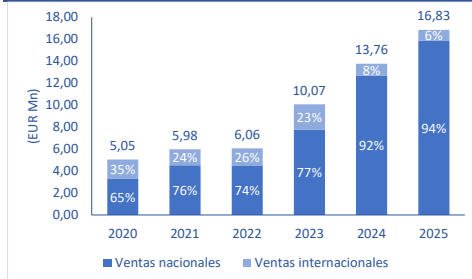
Fuente: Redegal.

El desarrollo de estas soluciones ha representado un importante esfuerzo financiero para RDG (EUR c.2,3 Mn de gastos capitalizados de I+D en 2023-2025 y un inmovilizado intangible por I+D a 31/12/2025 que representa casi 1/3 del balance total).

El modelo comercial combina cuotas recurrentes y proyectos de implantación, modulados según los módulos contratados, el volumen de datos y el grado de personalización. RDG tiene un plan de comercialización internacional de ambos productos a través de acuerdos con “partners” evitando el desarrollo de una estructura comercial propia más cara y lenta en “time to market”.

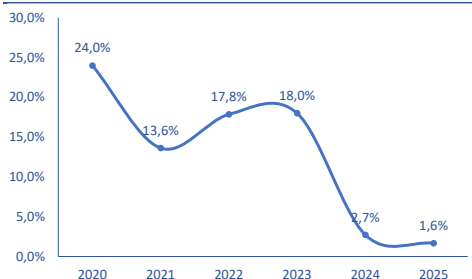
Negocio Internacional (6% de los ingresos en 2025): salir de la hibernación

Gráfico 3. Ingresos nacionales/internacionales



RDG dio sus primeros pasos internacionales en 2011 (Brasil) e hizo una apuesta decidida por México en 2013 llegando los ingresos internacionales a representar una parte significativa de los ingresos totales. Tras unos años muy exitosos y el reconocimiento en el mercado mexicano (Mejor Agencia Digital de Captación de Tráfico en 2016, Mejor Agencia Digital de Diseño de Web en 2017 y Mejor Agencia de Social Media en 2018), la evolución del mercado mexicano (cambio de gobierno, evolución del tipo de cambio, problemas de cobro relevantes en la cartera de clientes) llevó a RDG a reducir su actividad en el país desde 2024 con el consiguiente impacto en el peso de internacional en los ingresos de RDG, que en 2025 se han reducido al 6% del mix de ingresos (-20 p.p. vs 2022). La estructura (REDEGAL TI MEXICO S.A. de C.V.) y el conocimiento del mercado siguen presentes y RDG confía en recuperar su actividad en el país y elevar el peso del negocio internacional, evitando la percepción de una compañía de un solo mercado (España).

Gráfico 4. % Ingresos Mexico/Ingresos totales



M&A: oportunidad de crecimiento con riesgo de ejecución

RDG ha expuesto claramente tanto en su “equity story” como en la motivación de la reciente ampliación de capital su intención de aprovechar oportunidades de crecimiento inorgánico, algo que no ha hecho en su historia anterior. El objetivo son empresas sanas de menor tamaño (facturación, margen EBITDA positivo y generación de caja) evitando start-up o compañías en reestructuración. El objetivo es acelerar el crecimiento de RDG.

Conclusión: el reto de “aterrizar” el modelo de negocio para seguir aprovechando el viento a favor de la digitalización. ¿“Más México”? ¿más producto propio?

RDG ha “corrido” mucho desde su fundación en 2004, gracias a la ola de la digitalización y al ecommerce. La compañía no ha descuidado el largo plazo incrementando el tamaño medio de sus clientes, iniciando un proceso de internacionalización y añadiendo producto propio a su oferta integrada de consultoría digital.

Gráfico 5. S&P Composite 1500 Application Software (sub ind)



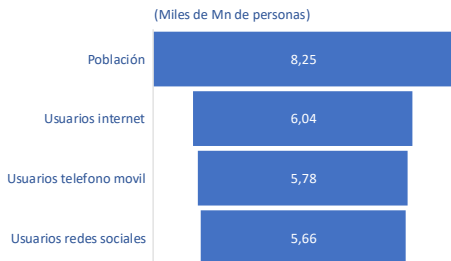
Este esfuerzo inversor de los últimos años había tensionado el balance de RDG ya que la generación de caja, negativamente impactada por el parón de actividad en México, no era suficiente para financiar los gastos de desarrollo del producto propio (Binnacle y Boostic). Todo ello llevó a RDG agotar tanto el recurso a sus accionistas como compañía privada, como a la financiación bancaria. La decisión de acceder a los mercados de valores (RDG ha obtenido EUR 6,1 MN a través de ampliaciones de capital en los últimos 2 años) y la finalización del proceso inversor en Binnacle y Boostic han reducido la tensión financiera.

Hay retos operativos evidentes (recuperar tracción en México, monetizar la inversión hecha en Binnacle y Boostic, gestionar la oportunidad y amenaza que representa la IA) que demandan un balance más robusto, especialmente cuando los mercados han hecho un “derating” del sector de IT y software. Y sin olvidar contingencias financieras (ver análisis financiero) como deuda con las AAPP, vencimiento de convertible de Corporativo Pedregal Hispamex o clientes pendientes de cobro en Mexico.

Pero puede decirse que RDG está en “el sector adecuado, en el momento adecuado”. El viento sectorial a favor es una obviedad. Y la irrupción de la IA se convierte más en una ventaja que en un riesgo estratégico. Todo ello es visible en el despegue en ingresos y márgenes (ingresos 2025 EUR 16,8 Mn vs EUR 6,1 Mn en 2022). Una vez que el apalancamiento/riesgo financiero ha sido controlado todo pivota por ejecutar las prioridades estratégicas: i) crecimiento en producto propio (hoy todavía marginal) y aspirar a una mejora de márgenes sustancial y ii) aprovechar la entrada y posicionamiento en el mercado mexicano para crecer en ingresos internacionales (hoy también marginales).

Todo juega teóricamente a favor: tanto el crecimiento del sector como el posicionamiento ya alcanzado (real en España, potencial en México). Pero resta la ejecución. RDG se reduce hoy a un modelo de negocio que ya ha probado su validez con bajos niveles de ingresos. Y la entrada de Axon Capital Partners en el accionariado “etiqueta” el atractivo de la compañía. Pero que debe probar en la práctica su capacidad de ganar tamaño y rentabilidad. Y 2026-2027 aparecen como años clave para mostrarlo.

Digitalización, un sector en sí mismo, en expansión y con “vida propia”...

Gráfico 6. Una realidad global


Fuente: Datareportal Digital 2025 Global Overview Report

La digitalización es una realidad global que se ha demostrado (European Investment Bank Digitalisation in Europe 2022-2023) permite a las empresas resistir mejor “shocks” como COVID o la guerra de Ucrania y tener mejores índices de productividad y de comercio internacional que empresas “analógicas” de su mismo sector.

Hay una apuesta decidida en la Unión Europea (Informes Letta y Draghi) por una mayor digitalización para cerrar el diferencial de productividad con USA y el diferencial entre compañías grandes y pequeñas (ver tabla X):

Tabla 3. % de empresas invirtiendo en digitalización como respuesta a COVID

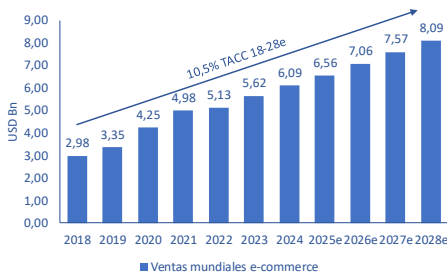
	2021	2022
Unión Europea	46%	56%
EEUU	58%	71%

Fuente: EIB Digitalisation in Europe 2022-2023

Tabla 4. % de empresas invirtiendo en digitalización como respuesta a COVID

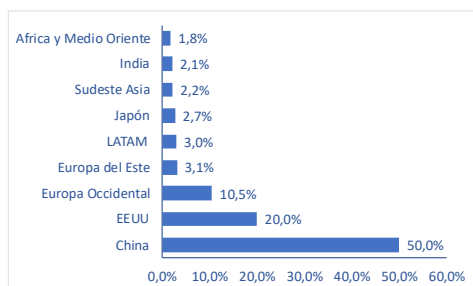
	2021	2022
Micro	29%	31%
Pequeña	36%	39%
Mediana	42%	54%
Grande	55%	62%

Fuente: EIB Digitalisation in Europe 2022-2023

Gráfico 7. Ventas mundiales “e-commerce” (USD Bn)


Fuente: Shopify Emarketer

En el terreno del marketing, la digitalización fusiona las experiencias “online” y “offline” de los consumidores y exige a las empresas una adaptación para integrar el mundo físico (tienda) y el mundo virtual (website) en un espacio “omnicanal” (o “phygital”). Esta digitalización afecta a la totalidad del proceso de marketing -desde el canal de venta y distribución (“e-commerce”) a la comunicación con el consumidor (publicidad digital y redes sociales)- requiriendo una fuerte inversión en IT que ha de integrarse con los sistemas de control y gestión sin olvidar la medición de la rentabilidad de esta inversión ni el cumplimiento -de la cada vez más exigente- legislación sobre protección de datos.

Gráfico 8. Ventas mundiales “e-commerce” por país/región %


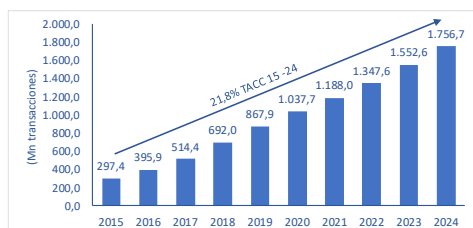
Fuente: Shopify Emarketer

“E-commerce” no es una opción, es una obligación

Tras el salto espectacular del “e-commerce” mundial (ver gráfico X) durante el COVID (+27% en 2020 y +17% en 2021) se espera un crecimiento del 7.4% CAGR en 2024-2028, bastante en línea con el 6.9% CAGR del periodo post COVID 2021-2024.

China, USA y Europa Occidental (68% del PIB mundial) representaron en 2025 algo más del 80% de las ventas mundiales de “e-commerce” mientras que LATAM (6% del PIB mundial) representa solamente el 3% de las ventas mundiales de “e-commerce” (ver gráfico X).

España (el mercado más relevante para RDG) no es ajena a esta tendencia con un crecimiento en el número de transacciones de “e-commerce” de c. +22% CAGR entre 2015 y 2024 (ver gráfico X) y de c. +15% en 1T25 (último dato disponible).

Gráfico 9. # de transacciones de “e-commerce” España


Fuente: CNMC

Las empresas no se pueden permitir ignorar un canal que representa el 20,5% de las ventas minoristas globales y se estima representará el 22,5% en 2028 (Fuente: Shopify Emarketer) y que sigue evolucionando con las nuevas tecnologías. Se estima (Fuente: Statista) que el 60% de los consumidores “digitales” en EEUU usan ChatGPT o Gemini cuando compran “online”.

Publicidad digital: los consumidores son digitales y la publicidad también

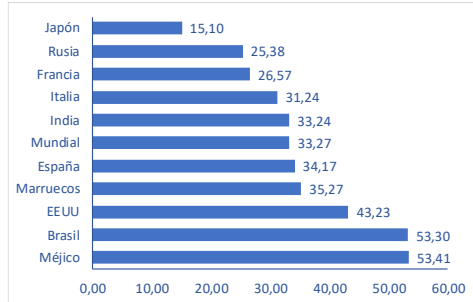
La penetración de las redes sociales ha “corrido como la pólvora” por todo el mundo desde el lanzamiento de Facebook en Febrero 2004 (ver gráfico X) con la complejidad añadida del número de redes sociales que utiliza cada usuario (número muy estable desde 2023) (ver tabla X).

Tabla 5. Número medio de redes sociales por usuario

	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25
	6,75	6,68	6,81	6,67	6,76	6,83	6,86	6,84	6,75

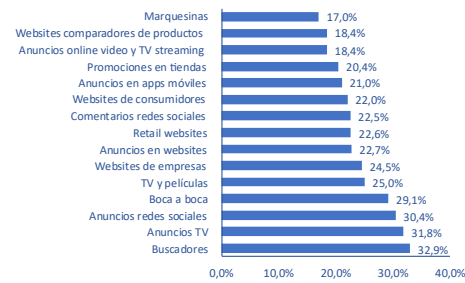
Fuente: Datareportal Digital 2025 Global Overview Report

Gráfico 10. Tiempo semanal online media (horas y minutos)



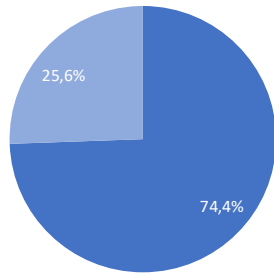
Fuente: Datareportal Digital 2025 Global Overview Report

Gráfico 11. Fuentes de "brand discovery"



Fuente: GWI Q225 Datareportal Digital 2025 Global Overview Report

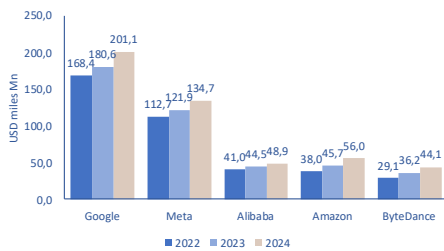
Gráfico 12. Gasto en publicidad (digital y tradicional) 2025e



■ Gasto publicidad digital ■ Gasto publicidad tradicional

Fuente: Statista

Gráfico 13. Ingresos netos de publicidad digital por compañía (USD miles Mn) 2022-2024



Fuente eMarketer

Esta relevancia combinada con el tiempo que los consumidores dedican a las redes sociales (ver gráfico x) y la importancia de los medios digitales en el "descubrimiento" de productos, servicios y marcas (ver gráfico x) ha tenido un impacto profundo en el mercado publicitario.

La publicidad digital representa prácticamente el 75% de la publicidad total en 2025 (ver gráfico x) con la totalidad del crecimiento en el mercado publicitario mundial generada por la publicidad digital (ver tabla x):

Tabla 6. Gasto en publicidad (desglose entre digital y tradicional) 2020-2025e

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Gasto total publicidad	752	895	942	1.013	1.087	1.158
Incremento YOY		19,0%	5,3%	7,5%	7,3%	6,5%
Gasto publicidad digital	462	599	649	716	790	862
Incremento YOY		29,8%	8,3%	10,3%	10,3%	9,1%
% Publicidad digital sobre publicidad total	61,4%	66,9%	68,9%	70,7%	72,7%	74,4%
Gasto publicidad tradicional	291	296	293	297	297	296
Incremento YOY		1,9%	-1,0%	1,4%	0,0%	-0,3%

Fuente: Statista

Si hacíamos referencia al impacto en el "e-commerce" de las nuevas tecnologías (IA), algo similar ha ocurrido en la publicidad digital con la publicidad programática. La publicidad programática aplica tecnología para comprar y vender anuncios digitales en mercados digitales donde los anunciantes (según unos parámetros definidos por ellos) pujan por las ofertas de espacios publicitarios que hacen los "publishers" (editores) para encontrar los mejores espacios al mejor precio y mejorar la rentabilidad del gasto publicitario. Statista estima que la publicidad programática en 2025 alcanzará los \$716 Bn.

Tabla 7. % Publicidad programática sobre publicidad digital

	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
% Publicidad programática sobre publicidad digital	77,0%	78,9%	80,0%	81,1%	82,4%	83,2%

Fuente: Statista

Publicidad digital: un sector ya dominado por grandes jugadores...

Esta revolución digital ha propiciado el desarrollo de grandes empresas que han sabido beneficiarse del tsunami digital con modelos de negocio altamente rentables y fuertes barreras de entrada.

Estos "gorilas" están presentes tanto en la publicidad digital (ver gráfico x) como en soluciones de "e-commerce" (Adobe, Salesforce, Shopify, Connectif etc..) sin olvidar la infraestructura necesaria (cloud, centros datos, medios de pagos, logística etc...).

...protegidos por altas barreras de entrada

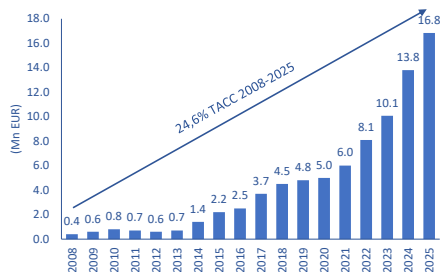
La fortaleza de las barreras de entrada de las que disfrutaban estos "pesos pesados" son, en parte, debidas a su capacidad de fijar las reglas del juego en un espacio (digitalización) en el que las autoridades de competencia reaccionaron con lentitud ante compañías que en un corto espacio de tiempo pasaron de "start-ups" a dominadores globales.

Tras la oportunidad de la revolución de la digitalización, la oportunidad de la revolución dentro de la digitalización

Las empresas B2C -con independencia de tamaño- no se pueden permitir ignorar el mundo digital y han de integrar el marketing digital en su modelo de gestión. La oportunidad para RDG y sus competidores no se circunscribe al desarrollo y/o instalación de una web o de una tienda digital o de una pasarela de pago (actividades ya "comoditizadas") sino al diseño de una solución integrada con las herramientas adecuadas para capturar y retener a los consumidores y para demostrar la rentabilidad de la inversión. Con el atractivo adicional de que el avance tecnológico (IA, publicidad programática, cambios en los algoritmos) y el cambio regulatorio (soberanía del dato, privacidad, restricciones por edad) ofrecen nuevas oportunidades a las empresas que sepan incorporar estos cambios en sus soluciones.

Análisis financiero

2026e-2028e: crecer en ingresos, convertir el EBITDA en caja y fortalecer el balance.

Gráfico 14. Ingresos 2008-2025


RDG ha crecido históricamente en ingresos a un alto ritmo (24,6% TACC 2008-2025) que se ha mantenido en los últimos años (+29,5% TACC 2021-2025). Este elevado crecimiento ha exigido un esfuerzo tanto en recursos (de 73 empleados en 2020 a 123 empleados en 2025) como en inversión (EUR 3,6 Mn en gastos capitalizados en 2021-2025) que se ha traducido en un apalancamiento de 5,4x DN/EBITDA rec. al cierre de 2025.

Tabla 8. FCF recurrente y Deuda Neta 2020-2028e

(EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow Recurrente	(0,9)	(0,5)	2,3	(0,2)	2,4	(1,0)	0,5	1,6	3,3
Deuda financiera neta	6,0	6,3	5,0	6,8	1,4	3,6	2,2	0,6	(2,7)

En 2026e-2028e esperamos (tras el desarrollo de BINNACLE y BOOSTIC) una ralentización en la inversión (EUR 0,3 MN anuales 2026e-2028e versus EUR 0,7 Mn anuales en 2020-2025) que, combinado con el beneficio del apalancamiento operativo de unos costes de estructura (gastos de personal y otros costes de explotación) creciendo al +4,5% anual en 2026e-2028e, genera FCF recurrente positivo y reducción de deuda sobre una proyección de crecimiento de ingresos (TACC 2025-2028e del +8,5%) inferior a la media histórica, 100% orgánica y alineada con la guía de RDG (+9%).

Ingresos: más calidad y más recurrencia (+8,5% TACC 2025-2028e)

RDG estima que los ingresos recurrentes (ARR) representan >90% de su cifra de negocios, pero la recurrencia no es uniforme en las 3 unidades de negocio ("Digital Business", "Tech" y "Product"). "Tech" y "Product" se corresponden con un modelo de ingresos de alta recurrencia y elevado margen bruto mientras que la facturación de "Digital Business" incluye la compra de medios publicitarios para las campañas de marketing digital de los clientes ("pass-through" sin margen para RDG), introduciendo más volatilidad en los ingresos y en el margen bruto.

Tabla 9. Estimaciones de ingresos

(EUR Mn)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 2025-2028e
Ingresos	10,1	13,8	16,8	18,4	19,9	21,5	8,5%
% anual		36,6%	22,4%	9,3%	8,0%	8,3%	
Digital Business	6,2	10,0	12,6	13,6	14,4	15,3	6,7%
% anual		60,6%	25,8%	8,0%	6,0%	6,0%	
Tech	3,8	3,3	3,5	4,0	4,4	5,0	12,2%
% anual		-12,3%	6,1%	12,0%	12,0%	12,5%	
Product	0,0	0,4	0,7	0,8	1,0	1,2	22,0%
% anual		n.a.	69,5%	22,0%	22,0%	22,0%	

- **México, recuperar presencia y expandir la "huella".** México ha pasado de representar el 15%-20% de los ingresos a un peso testimonial. El cambio de administración en el gobierno federal, una macro afectada por las tensiones con la administración Trump y problemas de cobro con clientes mexicanos llevaron a RDG a adoptar una actitud más cauta aunque manteniendo la presencia local a través de su filial Redegal TI Mexico SA de CV. RDG ha retomado la actividad comercial en México, especialmente en Product y en Tech (mejor margen y recurrencia) y quiere aprovechar la presencia local para penetrar otros países en la zona.

Tabla 10. México % de ingresos

(%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos excluyendo México	76,0%	86,4%	82,2%	82,0%	97,3%	98,4%
México	24,0%	13,6%	17,8%	18,0%	2,7%	1,6%

- **Mayor tamaño de cliente medio.** Una de las prioridades es seguir incrementando el tamaño del cliente poniendo el foco comercial en clientes que pueden demandar "Tech" y "Product".

Margen bruto: “calidad” de ingresos y mejor mix (+8 p.p. 2025-2028e)

- **Margen bruto “deprimido” por la venta (a cero margen) de compras de publicidad...** El efecto es especialmente visible en 2024 y 2025. Estimamos que en 2025, las compras de publicidad representaron c.EUR 9,5 Mn (más del 50% de la cifra de negocios) con margen prácticamente nulo.

Tabla 11. Margen Bruto 2020-2028e

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Margen Bruto (%)	70,6%	69,3%	75,6%	67,2%	39,8%	41,4%	43,4%	45,2%	49,4%

- **.... mejorando por mix de ventas.** El peso de compras de publicidad se reduce en “Digital Business” y el peso de “Tech” y “Product” en los ingresos totales sube del 25% en 2025 al 29% en 2028. Igualmente, Mexico ha sido un mercado muy rentable en el pasado para RDG (9,5% de margen EBIT en moneda local en 2023) y debería de contribuir a una mejora del margen bruto.

EBITDA rec.: el apalancamiento operativo amplifica la mejora del margen (+73% TACC 2025-2028e)

RDG, tras “navegar” la recesión de la crisis financiera, el COVID y el “parón” en Mexico, es consciente del riesgo de incurrir en una estructura sobredimensionada no apta para absorber los “baches” cíclicos (incluso en un sector en crecimiento). Esta cautela se manifiesta en la decisión de colaborar con “partners” para la expansión internacional de “Product”, cediendo parte del margen bruto pero evitando invertir en red comercial y reduciendo el “time to market”.

- **Capacidad de reacción...** Reduciendo el OPEX total (gastos de personal y otros costes de explotación) y plantilla -5,4% y -7,5%, respectivamente, entre 2023 y 2025 por la situación en Mexico y la tensión financiera por inversión en “Product”.
- **... sin perder “músculo”.** Es resaltable que la rotación de personal haya sido del 5,2% en 2025 (17% en 2023), muy inferior a la media del sector (15%-20%).
- **TACC ingresos 2025-2028e superior al TACC de total OPEX 2025-2028e...** Estimamos TACC de ingresos de +8,5% y TACC de total OPEX de +4,5%.
- **... que permite que el EBITDA rec. “capture” la mejora de margen bruto,** incrementando el margen EBITDA rec. del 3,9% en 2025 al 15,9% 2028e.

Tabla 12. Conversión de mejora de Margen Bruto en EBITDA rec. 2026e-2028e

(EUR Mn)	2026e	2027e	2028e
Incremento margen bruto	1,0	1,0	1,6
Incremento EBITDA rec.	0,7	0,7	1,3
Conversión margen bruto en EBITDA rec.	70%	73%	80%

La evolución del FCF 2026e-2028e: la generación de caja operativa y el apoyo de los accionistas permiten “reparar” el balance.

- **Renovado apoyo de los accionistas en 2026...** Tras las ampliaciones de capital (dinerarias) de 2024 por EUR 4,3 Mn, RDG cerró 2024 con DN de EUR 1,4 Mn que volvió a aumentar hasta EUR 3,6 Mn al cierre de 2025. Los accionistas han vuelto a apoyar a la compañía en 2026 a través de una ampliación de capital dineraria de EUR 0,8 Mn (Axon Partners Group) y de una capitalización de deuda por EUR 0,8 Mn (Jorge Vázquez y Lino de Prado).
- **... que ya no es necesario en el corto y medio plazo.** La normalización del CAPEX amplifica las mejoras en FCF rec., reduciendo la deuda sin que sea necesario el apoyo de los accionistas en 2027e y 2028e.
- **Regularización de los pagos a las AAPP.** Las tensiones de tesorería causadas por el esfuerzo inversor y por la drástica reducción de la contribución Mexico abocaron a RDG (con la financiación bancaria también agotada) a acordar un retraso en los pagos

a la Agencia Tributaria. Es un importe relevante ya que el saldo acreedor por IVA a 31/12/2025 eran EUR 2,1 Mn. En nuestras proyecciones asumimos una “normalización” de este saldo en la variación de capital circulante y una salida de caja en 2026 de EUR 0,6 Mn como pago de sanciones e intereses a la Agencia Tributaria (que finiquita esta situación).

El desempeño operativo y el apoyo de los accionistas disminuye la DN y deja abierta la opción de crecer vía M&A

El cumplimiento de nuestras estimaciones deja a RDG en una posición muy cómoda tanto en apalancamiento como en calendario de vencimientos:

- **Caja neta en 2028e.** El ratio de endeudamiento DN/EBITDA rec. cae de 5,4x 2025 a 0,3x 2027e y la cobertura de gastos financieros (EBITDA rec./gastos financiero) pasa de 3,7x 2025 a 17x 2027e. En 2028e la compañía alcanzaría una posición de Caja Neta.
- **Ningún vencimiento significativo de deuda bancaria hasta 2028-2030,** aunque sí hay un vencimiento de EUR 0,5 Mn con Corporativo Pedregal Hispamex en junio de 2027. Corporativo Pedregal Hispamex suscribió un bono convertible en diciembre de 2024. El bono es convertible a un precio por acuerdo entre las partes de entre EUR 8,40 y EUR 10 por acción.

Sin previsión de dividendos hasta (al menos) 2028e

RDG no paga dividendos y no tiene previsto hacerlo en el marco de sus objetivos 2028. Los objetivos desde un punto de vista financiero son simples: i) reforzar el balance y ii) explorar oportunidades de M&A que aceleren el crecimiento, que solo son asumibles desde una posición razonable de deuda (evitando operaciones altamente dilutivas para el accionista).

RDG tiene un programa de recompra de acciones en vigor desde agosto de 2025 para adquirir hasta EUR 0,6 Mn o 70.000 acciones con el fin de atender las obligaciones derivadas de los planes de retribución de directivos y consejeros. A la fecha de este informe, RDG tiene circa 85.000 acciones en autocartera (3,6% del total).

Conclusión: la esperada generación de caja positiva es la clave. Fortalece el balance, reduce el riesgo y abre la puerta a crecimiento orgánico o M&A.

- **El CAPEX deja de “restar” y pasa a “sumar”,** tras tres años de esfuerzo inversor (EUR 2,3 Mn 2023-2025), el CAPEX se reduce significativamente (EUR 0,9 Mn 2026e-2028e). Tras el incremento del Capital Empleado, la mejora en EBITDA aflora un ROCE >30% ya en 2026.
- **El foco del equipo gestor en los costes de estructura permite mejorar el margen EBITDA rec. del 3,9% en 2025 hasta 15,9% en 2028e.** RDG ya ha demostrado (total OPEX en 2025 es -5% inferior al de 2023 y la plantilla es -7% inferior) su capacidad de controlar costes. Ahora se trata de crecer en ingresos (+8,5% TACC 2025-2028e) y mantener la disciplina en total OPEX (+4,5% TACC 2025-2028e).
- **El EBITDA rec. tiene una alta conversión en FCF recurrente.** Desde el 36% en 2026e, mejorando en años sucesivos (77% y 103% respectivamente 2027e y 2028e) por la normalización del capital circulante.
- **La Deuda Neta cae y da flexibilidad.** Con la creciente generación de caja recurrente estimamos que el ratio DN/EBITDA rec. baje desde 5,4x en 2025 a 1,6x en 2026e y a 0,3x 2027e, dando el salto a caja neta en 2028e. La mejora en 2026 es fundamentalmente “inorgánica” (ampliaciones de capital, 75%, FCF rec., 25%) pero es 100% “orgánica” (FCF rec.) en 2027e-2028e.
- **Punto de inflexión: de consumo de caja a generación de caja.** Los números “salen” pero, en todo cambio de tendencia, la ejecución (y los resultados) en el primer año (2026e) es primordial para dar credibilidad a las proyecciones 2027e y 2028e.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,0	1,7	3,3	42,2			
Market Cap	18,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,0%	3,4%	
Risk free rate (rf)	3,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,3%	Ke = Rf + (R * B)			10,1%	12,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,1%	D			=	=	
WACC	10,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,9%	11,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 26e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			26e-28e	26e	26e-28e	26e	26e-28e	26e	26e	26e-28e
Capgemini	CAPP.PA	17.543,9	8,1	7,3%	6,5	5,7%	1,0	4,1%	15,5%	11,6%	7,3%
Sopra Steria	SOPR.PA	2.789,9	8,1	7,5%	5,1	4,4%	0,6	3,2%	11,9%	11,0%	10,2%
Izertis	IZER.MC	304,4	28,1	36,8%	11,7	24,5%	1,7	25,1%	14,7%	8,2%	-53,6%
Knowmad Mood	ATSI.MC	212,3	12,8	21,9%	8,3	32,1%	0,6	27,3%	7,5%	n.a.	4,7%
480	480S.MC	46,5	15,9	n.a.	10,8	n.a.	1,3	n.a.	11,6%	0,0%	n.a.
Tecnología			14,6	18,4%	8,5	16,7%	1,0	14,9%	12,3%	7,7%	-7,9%
S4Capital	SFOR.L	342,4	7,5	12,3%	4,8	7,6%	0,6	2,6%	12,8%	8,9%	36,8%
Making Science	MAKS.MC	69,2	69,1	n.a.	5,8	n.a.	0,2	n.a.	3,2%	4,2%	n.a.
Marketing digital			38,3	12,3%	5,3	7,6%	0,4	2,6%	8,0%	6,6%	36,8%
RDG	RDGL.MC	18,8	28,8	87,7%	13,8	49,5%	1,2	8,1%	9,0%	2,6%	n.a.

Análisis de sensibilidad (2027e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	11,7%	2,3	9,9x
Central	10,6%	2,1	11,0x
Min	9,5%	1,9	12,2x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e			Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
	EBITDA 27e	0,0%	0,0%		0,0%	Max	Central
2,3	1,8	1,8	1,8	Max	9,8%	9,8%	9,8%
2,1	1,6	1,6	1,6	Central	8,6%	8,6%	8,6%
1,9	1,4	1,4	1,4	Min	7,4%	7,4%	7,4%

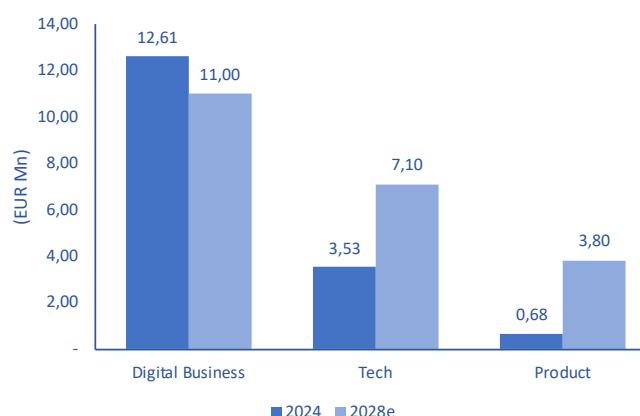
¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el EBITDA y el cash flow operativo. La materialización de uno o varios de estos factores podría comprometer la estabilidad financiera de RDG, deteriorar márgenes y limitar la capacidad de generación de caja prevista.

Riesgos estratégicos y del entorno de negocio

1. **Riesgo de la unidad de negocio de Product.** RDG desde su fundación en 2004 ha centrado su actividad en el segmento del comercio electrónico ofreciendo unos servicios de consultoría (RDG se autodefine como Consultora Full Digital) a su base de clientes a través dos unidades de negocio (Digital Business y Tech). RDG ha invertido fuertemente en una nueva unidad de negocio (Product) en la que ha desarrollado un software propio (Binnacle y Boostic Cloud) que se comercializa como SaaS (Software as a Service). Este software propio se empezó a comercializar a finales de 2023 con una contribución reducida a la facturación global pero sobre el que RDG ha “anclado” su plan de crecimiento en facturación y rentabilidad a 2028 así como de mejora del ciclo de circulante. Los ingresos de Product en 2025 crecieron +69% (4% del total; 3% en 2024) y estimamos que representarán 6% en 2028e.

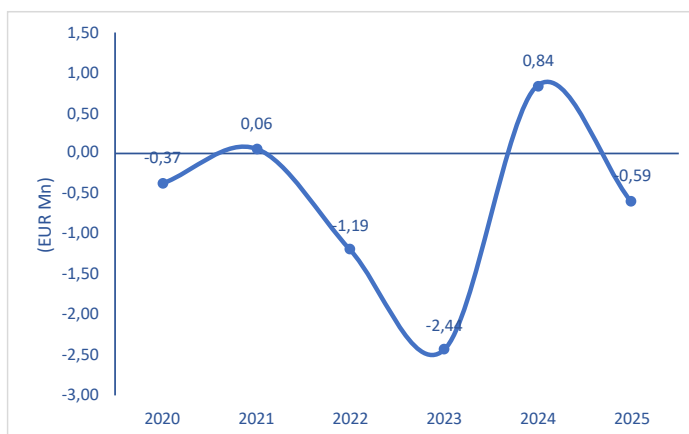
Gráfico 15. Guía de la compañía (facturación)



2. **Riesgo comercial: concentración de clientes y de proveedores.** Los 4 primeros clientes representaron 70% de la facturación en 2024. En proveedores hay, igualmente, una alta concentración (los 4 primeros representaron el 75% de los suministros en 2024) con una elevada dependencia de las grandes tecnológicas (Google, Meta etc..).
3. **Riesgo de M&A:** RDG ha mencionado como una de sus prioridades estratégicas para 2025-2028 “adquirir empresas que complementen nuestros servicios y aporten crecimiento inorgánico”. Entendemos que una parte relevante de la ampliación de capital de marzo 2025 (EUR 0,76 Mn de suscripción parcial de ampliación de hasta EUR 3 Mn) tiene esta finalidad. El objetivo son compañías saneadas financieramente y con ingresos evitando “start-ups” o reestructuraciones. Cualquier operación de M&A sería la primera en la historia de RDG que ha crecido hasta ahora orgánicamente sin adquirir e integrar otras empresas.

Riesgos financieros

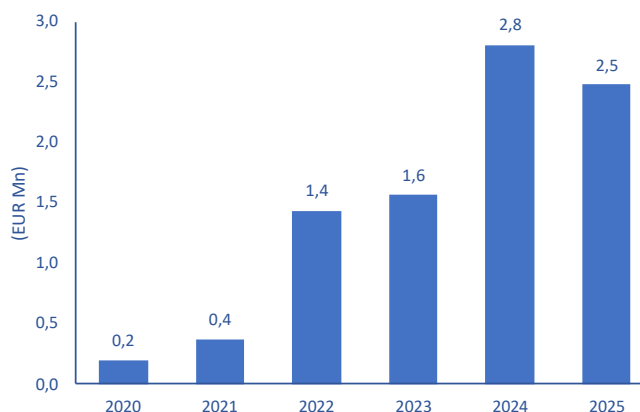
4. **Riesgo de incertidumbre material de empresa en funcionamiento.** Tanto Grant Thornton como Kreston Iberaudit han expresado en sus informes de auditoría (desde 2021) dudas sobre la capacidad de RDG de continuar como empresa en funcionamiento debido al patrimonio neto negativo y a un activo circulante negativo (pasivo circulante superior al activo circulante). Estas dudas han sido reducidas por la capacidad de RDG para incrementar capital (2024 y 2026), las perspectivas de crecimiento, la disminución del ciclo inversor en producto propio y la obtención de nueva financiación ajena.

Gráfico 16. Recursos Propios


- Riesgo de deterioro de operaciones comerciales.** La filial mejicana tiene clientes pendientes de cobro por MXN\$ 21 Mn (c. EUR 1 Mn al tipo de cambio actual) a 31/12/2024 de los que casi el 90% son 3 clientes. RDG ha provisionado parcialmente en 2025 alguno de estos saldos y tiene un calendario de cobros acordado (un año).
- Riesgos de tipo de cambio.** En el pasado RDG ha tenido una actividad relevante en México (18% de los ingresos en 2022 y 2023) que, aunque ha disminuido significativamente en 2024 (2,7% de los ingresos) y 2025 (1,6% de los ingresos) se espera se recupere en 2025 y en 2026, expone RDG al tipo de cambio EUR/MXN.

Riesgos legales y fiscales

- Riesgo de sanciones tributarias.** Las tensiones de tesorería causadas por el ambicioso programa de I+D, el coste económico de cotizar y acceder a los mercados financieros (BME Scaleup y BME Growth) y el apoyo financiero prestado a la filial mejicana Redegal TI Mexico (descenso acusado de la actividad en el país y serios problemas de cobro en las cuentas de clientes) han llevado a RDG a incurrir en retrasos en los pagos a la Agencia Tributaria y a la Seguridad Social que han generado los consiguientes recargos y sanciones (c. EUR 0,8 Mn en 2025, c. EUR 1 Mn en 2024 y c. EUR 0,5 Mn en 2023).

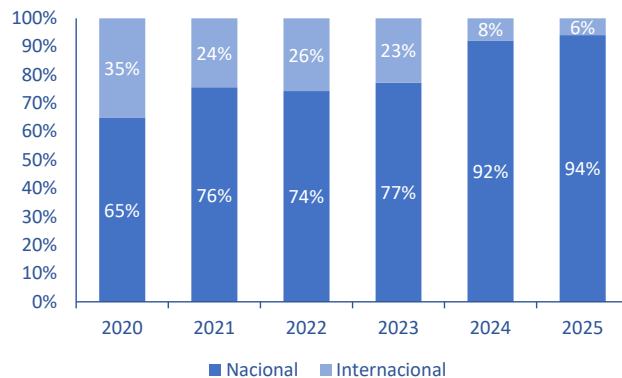
Gráfico 17. Saldo neto AAPP


Riesgos operativos

- Riesgo de concentración en España e internacionalización.** El 92% de la facturación de 2024 fue en España, un “paso atrás” en la internacionalización de RDG que se explica, por un lado, por el buen desempeño en España y por la pujanza de la economía española y, por otro lado, por el parón de la actividad de RDG en Mexico. RDG tiene como una de las prioridades en 2025-2028 “continuar la internacionalización”. Es positivo reducir la dependencia de España tratando de minimizar el riesgo

(y el coste) de la expansión internacional con la adopción de “partners” para comercializar Binnacle y Boostic Cloud (Product) en nuevos mercados.

Gráfico 18. % facturación nacional e internacional



9. **Riesgo de México.** Uno de los “drivers” del plan 2025-2028 es la recuperación de la actividad de RDG en México tras dos años (2023 y 2024) de parón y el uso de Mexico como trampolín para otros países de la zona. Esta “normalización” es especialmente relevante en la unidad de negocio de Tech (RDG estima un incremento en ingresos desde EUR 3,5 Mn en 2025 a EUR 7,1 Mn en 2028) donde México es un contribuidor importante. Los resultados de 2025 no mostraron recuperación de actividad en Mexico (caída de más del -70%) pero RDG espera una mejora significativa en 2026.

Riesgos estructurales y de gobernanza

10. **Riesgo de dependencia del presidente y fundador.** Jorge Vázquez (presidente y consejero delegado) fundó RDG en 2004 y es el segundo mayor accionista. El equipo directivo de 6 personas (presidente y consejero delegado, chief digital officer, directora corporativa, PMO Manager, director financiero y directora de RRHH) se ha reforzado pero creemos que Jorge Vázquez desempeña un papel fundamental tanto en la estrategia de la compañía como en el aspecto comercial.
11. **Riesgo de inestabilidad en el Consejo de Administración.** Creemos que el paso de compañía privada a compañía cotizada requiere estabilidad en el Consejo de Administración. El Consejo de Administración de RDG se constituyó en julio 2024. A finales del año pasado (12/12/2025), la consejera independiente María José Herbón (nombrada presidente de la comisión de auditoría en julio 2025) dimitió por razones personales habiendo sido reemplazada recientemente (26/2/2026) por un nuevo consejero independiente (Domingo José García Coto) que ha sido confirmado en la Junta General Extraordinaria de mayo de 2026.

Control (c.65%) en manos de dos accionistas. Y Consejo con un 50% de independientes.

A fecha de este informe, el Consejo de Administración de RDG está compuesto por 6 miembros de los cuales 1 es dominical, 3 son consejeros independientes, y 2 son ejecutivos (uno de ellos, Jorge Vázquez es *de facto* dominical). El consejero dominical (Lino de Prado) se incorporó como accionista en 2016 aportando su conocimiento de México y del sector “retail”, uno de los verticales de RDG. Los tres consejeros independientes aportan experiencia en mercados de capitales (Fernando Orteso y Domingo José García Coto) y en auditoría y control (Maria Dolores Castillo). Los dos consejeros ejecutivos son el fundador y presidente (Jorge Vázquez) y el Chief Digital Officer (Francisco Javier Castiñeiras), con más de 20 años y más de 10 años respectivamente en RDG. Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de RDG son los siguientes:

Tabla 13. Estructura accionarial 7/5/2026

Nombre	Directa	Indirecta	Total
Liprasa 2015 SLU	35,51%		35,51%
Lago Diecinueve Invest SLU	22,14%		22,14%
Fondo ISETEC V FCR	19,05%		19,05%
Axouxiere de Inversiones SL	10,51%		10,51%
Axon Partners		19,05%	19,05%
Lino de Prado Sampedro	35,51%		35,51%
Jorge Vazquez Gonzalez		28,44%	28,44%
Free float	12,80%		
Total	100,0%		

- El fundador sigue al frente.** Jorge Vázquez -presidente y consejero delegado- está al frente de la compañía desde su fundación en febrero 2004 (el único de los 3 fundadores que sigue en RDG). Es el segundo mayor accionista individual (el primero si no se ajusta por minoritarios en su patrimonial Axouxiere D Inversiones SL) tras Lino de Prado, el mayor accionista individual, que se incorporó al proyecto como socio en noviembre 2016. Lino de Prado no es un accionista solamente financiero ya que, además de capital, aporta su conocimiento del mercado mexicano y de verticales relevantes para la actividad comercial de RDG como distribución (presidente de ZARA Mexico) y restauración (accionista de la cadena de restaurantes de cocina mexicana “El Bajío”).

Otro accionista relevante (19,1%), sin asiento en el Consejo ni involucración en la gestión de RDG, es el Fondo ISETEC V FCR gestionado por Axon Partners, una gestora de capital riesgo y consultora cotizada en BME Growth. El Fondo ISETEC V FCR participó como “anchor investor” en la ampliación de capital de diciembre 2024 comprando 357.142 acciones a EUR 7 por acción (y suscribiendo algo más del 75% de la ampliación) alcanzando una participación del 16,4%. En marzo de 2026, el fondo incrementó su participación en RDG hasta el 19,9% invirtiendo c.EUR 0,8 Mn a EUR 7,80 por acción (siendo el único inversor que participó en la ampliación de capital). La ampliación por capitalización de créditos de mayo de 2026 diluyó su participación hasta el 19,1% actual.

El Fondo ISETEC V FCR invierte en compañías con un perfil tecnológico y de innovación cotizadas en MTF (sistemas multilaterales de negociación) europeos con un perfil de largo plazo (la vida del fondo son 10 años prorrogables por 2 años). El fondo tuvo su primer cierre en agosto de 2022 y, si no se ejecutan las prórrogas previstas, se debería de liquidar en agosto de 2032. La última auditoría del fondo registrada en CNMV (31/12/2024) muestra una cartera de inversiones de EUR 40 Mn en 12 participadas y una liquidez de EUR 1,8 Mn. Los partícipes habían desembolsado a 31/12/2024 EUR 39 Mn de los EUR 60 Mn comprometidos.

- Pacto de accionistas o parasocial.** No existen limitaciones a la transmisión de acciones o que afecten al derecho de voto.
- Corto recorrido como Consejo de compañía cotizada pero adoptando un estándar alto de gobierno corporativo.** RDG adoptó la forma legal de SA en diciembre 2022 y contó con un único administrador universal (el presidente) hasta la constitución del primer Consejo en julio 2024 como paso necesario para su incorporación a BME Scaleup en octubre 2024. Los consejeros tienen un mandato de 6 años. RDG ha adaptado su estructura de gobierno corporativo para reflejar la transición desde una gestión personalista centrada en el fundador y administrador a una gestión más colegiada con un Consejo de Administración representativo de una compañía donde inversores financieros han invertido tanto en ronda de “crowdfunding” como en ampliaciones de capital (una completada con el “listing” en BME Scaleup y otra en

Tabla 14. Consejo de Administración 7/5/2026

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	% Capital
Jorge Vazquez Gonzalez	Ejecutivo	Presidente y Consejero Delegado	19/07/2024	28,44%
Lino de Prado Sampedro	Dominical	Consejero	19/07/2024	35,51%
Francisco Javier Castiñeiras Gonzalez	Ejecutivo	Consejero	19/07/2024	0,63%
Fernando Orteso Travesedo	Independiente	Consejero	19/07/2024	
Maria Dolores Castillo Garcia	Independiente	Consejero	26/06/2025	
Domingo José García Coto	Independiente	Consejero	26/05/2026	
Total				64,57%

ejecución tras el “listing” en BME Growth). El consejo cuenta con casi 2 años de vida y ha de equilibrar las virtudes de contar con un emprendedor (y accionista relevante) con las obligaciones de ser empresa cotizada y representar a todos los accionistas de RDG.

Tabla 15. Principales indicadores de gobierno corporativo

KPI	2021	2022	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	100,0%	100,0%	100,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros externos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el Consejo de Administración	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	43,3%	41,4%	42,1%	47,8%	48,5%
% Remuneración del Consejo /Gastos de personal (%)	1,6%	7,5%	5,8%	5,4%	7,9%
Nº casos de corrupción confirmados					

Tabla 16. Comisión de Auditoría

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Domingo José García Coto	Independiente	Miembro
Fernando Orteso Travesedo	Independiente	Miembro
María Dolores Castillo García	Independiente	Miembro

4. **Retribución al Consejo de Administración.** RDG ha establecido una remuneración anual máxima para el conjunto de los consejeros por el ejercicio de sus funciones como tales de EUR 75.000 y una remuneración máxima anual total para los consejeros ejecutivos (2 actualmente) de EUR 400.000. En el pasado la remuneración del presidente había adoptado diversas fórmulas (contrato de servicios con las sociedades patrimoniales bien con cantidades fijas o bien un % del EBITDA anual) que se han reemplazado con el esquema mencionado anteriormente de EUR 0,4 Mn para el conjunto de los consejeros ejecutivos.

Como referencia en 2024, la remuneración total del Consejo fue EUR 0,28 Mn (5,5% de los gastos de personal) y en 2025 ha sido de EUR 0,41 Mn (7,9% de gastos de personal).

5. **Comisión de auditoría.** RDG comunicó a través de un OIR el 22/12/2025 que la consejera independiente María José Herbón Prada había presentado su dimisión “por cuestiones personales”. La Sra. Herbón había sido nombrada consejera independiente en julio 2024 y presidenta de la comisión de auditoría en julio de 2025 y contaba con una sólida experiencia en finanzas y auditoría. RDG comunicó (OIR 27/1/2026) el nombramiento de Domingo José García Coto como consejero independiente y miembro de la comisión de auditoría cuya ratificación se ha producido recientemente en la Junta General Extraordinaria de mayo de 2026.
6. **Plan de incentivos a largo plazo.** RDG anunció el 31/7/2025 un plan de recompra de acciones para atender las obligaciones derivadas de los planes de retribución de directivos y consejeros. Entendemos que el plan de retribución está vinculado a la consecución de los objetivos del plan de negocio 2028 (facturación EUR 22,6 Mn y EBITDA ajustado EUR 4,4 Mn).
- El importe máximo del plan es EUR 0,6 Mn y/o el número máximo de acciones es 70.000 acciones (2,9% de la compañía).
 - Duración máxima del programa de recompra de 48 meses.
 - A fecha de este informe, RDG ha comprado c.85.000 acciones.
7. **Saldos y transacciones con accionistas y otras partes vinculadas.** La necesaria adaptación a las normas de gobierno corporativo exigidas por la cotización (primero en BME Scaleup y después en BME Growth) ha disminuido las transacciones con partes vinculadas).

Desde finales de 2024, las transacciones con partes vinculadas se deben a créditos y préstamos entre RDG y Jorge Vázquez (presidente) y Lino de Prado (consejero dominical). Jorge Vázquez tenía un saldo deudor neto de EUR 1,11 Mn a 31/12/2025 (EUR 1,13 Mn a 31/12/2024) mientras que Lino de Prado tenía un saldo acreedor neto de EUR 0,73 Mn a 31/12/2025 (EUR 0,78 Mn a 31/12/2024). Tras la

capitalización de créditos (EUR 0,73 Mn prestados por Lino de Prado a RDG y EUR 0,08 Mn prestados por Jorge Vázquez a RDG) en la ampliación de capital de mayo de 2026 (al mismo precio de EUR 7,80 por acción que la ampliación dineraria de marzo de 2026), el saldo acreedor de Lino de Prado se ha cancelado y el saldo deudor neto de Jorge Vázquez estimamos se mantiene (EUR 1,12 Mn). Entendemos que hay un calendario acordado (3 años) para la liquidación de este saldo deudor.

8. **Aprobación de las Cuentas Anuales sin salvedades.** En opinión del auditor de RDG, las Cuentas Anuales de los ejercicios 2022, 2023, 2024 y 2025 expresaron, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera, así como de sus resultados y flujos de efectivo. RDG ha publicado Cuentas Anuales consolidadas en 2022 (desde el 27/4/2022), 2023, 2024 y 2025 siendo las Cuentas Anuales de 2020 y 2021 individuales (RDG no tenía la obligación de publicar Cuentas Anuales consolidadas).

Grant Thornton fue el auditor en 2022 y 2023 y Kreston Iberaudit fue auditor en 2024 y 2025 y auditará también las Cuentas Anuales de 2026. El desglose de ingresos de trabajos de auditoría/ingresos de trabajos distintos de auditoría de las firmas auditoras ha sido (%) 78/22 en 2025, 75/25 en 2024, 51/49 en 2023 y 100/0 en 2022.

Anexo 1. Proyecciones financieras

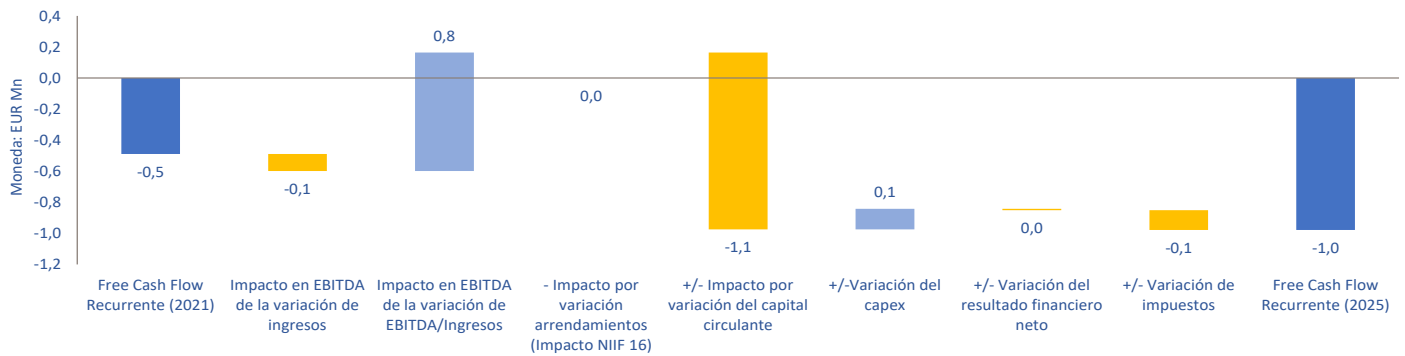
Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Inmovilizado inmaterial	2,3	2,7	3,3	3,4	3,2	2,6	2,1	1,6		
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Otros activos no corrientes	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero	0,3	0,2	0,2	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	4,5	3,1	3,8	3,8	5,1	5,2	5,2	5,2		
Total activo	7,7	6,4	7,6	8,4	9,2	8,7	8,2	7,7		
Patrimonio neto	0,1	(1,2)	(2,4)	0,8	(0,6)	1,6	2,8	5,1		
Minoritarios	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	-	-	-	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	6,3	5,0	6,8	1,4	3,6	2,2	0,6	(2,7)		
Pasivo circulante	1,3	2,6	3,3	6,2	6,2	5,6	5,6	6,0		
Total pasivo	7,7	6,4	7,6	8,4	9,2	8,7	8,2	7,7		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	21-25	25-28e
Total Ingresos	6,0	6,1	10,1	13,8	16,8	18,4	19,9	21,5	29,5%	8,5%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	18,4%	1,3%	66,3%	36,6%	22,4%	9,3%	8,0%	8,3%		
Coste de ventas	(1,8)	(1,5)	(3,3)	(8,3)	(9,9)	(10,4)	(10,9)	(10,9)		
Margen Bruto	4,1	4,6	6,8	5,5	7,0	8,0	9,0	10,6	13,9%	15,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	69,3%	75,6%	67,2%	39,8%	41,4%	43,4%	45,2%	49,4%		
Gastos de personal	(3,6)	(4,0)	(5,6)	(5,1)	(5,2)	(5,5)	(5,7)	(6,0)		
Otros costes de explotación	(0,6)	(0,7)	(1,1)	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	0,0	(0,1)	0,1	(0,3)	0,7	1,4	2,1	3,4	n.a.	72,8%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	-85,6%	n.a.	186,5%	-412,9%	310,8%	106,1%	53,8%	62,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	0,1%	n.a.	1,0%	n.a.	3,9%	7,4%	10,6%	15,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,0	(0,6)	(1,2)	(1,0)	-	-	-		
EBITDA	0,9	0,4	0,4	(0,7)	0,3	1,7	2,4	3,7	-27,3%	n.a.
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Gastos capitalizados	0,8	0,5	0,9	0,8	0,6	0,3	0,3	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	0,5	0,1	0,1	(1,5)	(0,5)	0,8	1,6	2,9	-31,2%	99,7%
<i>Cto.EBIT</i>	58,9%	-84,8%	42,5%	n.a.	68,1%	271,5%	88,4%	84,4%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	8,4%	1,3%	1,1%	n.a.	n.a.	4,5%	7,9%	13,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,3	(0,0)	(0,0)	(1,9)	(0,7)	0,6	1,4	2,9	-41,1%	85,3%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	604,1%	-112,4%	-15,4%	n.a.	65,3%	196,6%	126,3%	99,5%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,3	(0,0)	(0,0)	(1,9)	(0,7)	0,6	1,4	2,9	-41,1%	85,3%
Impuestos	0,0	(0,1)	(0,1)	0,1	(0,1)	-	(0,3)	(0,6)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,4	(0,1)	(0,1)	(1,8)	(0,8)	0,6	1,2	2,3	-42,8%	70,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	-27,8%	-128,3%	-9,5%	n.a.	55,6%	180,6%	81,1%	99,5%		
Beneficio ordinario neto	0,2	(0,1)	0,6	(0,7)	0,3	0,6	1,2	2,3	6,2%	97,1%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	494,7%	-124,6%	n.a.	-215,9%	146,0%	112,0%	81,1%	99,5%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	21-25	25-28e
EBITDA recurrente						1,4	2,1	3,4	n.a.	72,8%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(0,1)	0,5		
Cash Flow operativo recurrente						0,7	2,0	3,9	-41,8%	n.a.
CAPEX						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						-	(0,3)	(0,6)		
Free Cash Flow Recurrente						0,5	1,6	3,3	-19,0%	75,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,1)	1,6	3,3	-59,1%	54,0%
Ampliaciones de capital						1,6	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,4)	(1,6)	(3,3)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

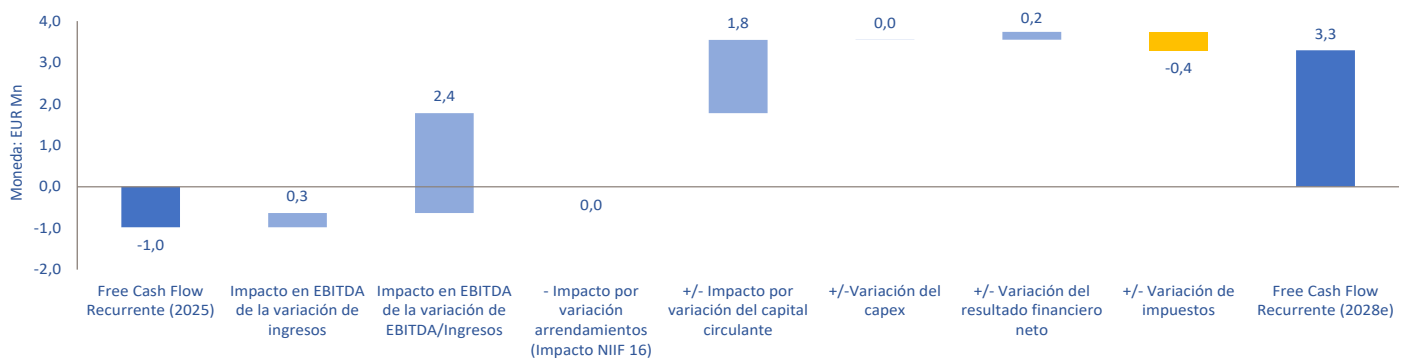
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
EBITDA recurrente	(0,1)	0,1	(0,3)	0,7	1,4	2,1	3,4	97,5%	72,8%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>186,5%</i>	<i>-412,9%</i>	<i>310,8%</i>	<i>106,1%</i>	<i>53,8%</i>	<i>62,9%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>10,6%</i>	<i>15,9%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,1	2,9	(1,3)	(0,7)	(0,1)	0,5		
= Cash Flow operativo recurrente	2,5	0,2	2,5	(0,6)	0,7	2,0	3,9	-31,1%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-93,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-125,4%</i>	<i>207,0%</i>	<i>194,4%</i>	<i>90,8%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>41,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>18,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,8%</i>	<i>10,2%</i>	<i>18,0%</i>		
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	0,1	(0,1)	-	(0,3)	(0,6)		
= Free Cash Flow recurrente	2,3	(0,2)	2,4	(1,0)	0,5	1,6	3,3	-34,3%	75,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>576,5%</i>	<i>-109,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-141,2%</i>	<i>150,4%</i>	<i>228,3%</i>	<i>103,5%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>38,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>17,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>15,3%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	0,3	(0,2)	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	0,1	0,1	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow	2,5	(0,0)	1,9	(2,0)	(0,1)	1,6	3,3	-41,0%	54,0%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>898,8%</i>	<i>-101,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-205,0%</i>	<i>92,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>103,5%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>12,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>12,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>17,5%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>13,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,6%</i>	<i>17,5%</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0,5)	2,3	(0,2)	2,4	(1,0)	0,5	1,6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(0,1)	0,0	(0,1)	0,1	0,1	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,1)	0,3	(0,5)	1,0	0,6	0,6	1,1		
= Variación EBITDA recurrente	(0,1)	0,2	(0,4)	1,0	0,7	0,7	1,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,8	(2,6)	2,8	(4,2)	0,6	0,6	0,5		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	2,7	(2,4)	2,4	(3,2)	1,3	1,3	1,8		
+/- Variación del CAPEX	0,1	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	-	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,2)	0,1	0,1	(0,0)	0,1	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,0)	0,2	(0,3)	0,1	(0,3)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	2,8	(2,6)	2,6	(3,4)	1,5	1,1	1,7		
Free Cash Flow Recurrente	2,3	(0,2)	2,4	(1,0)	0,5	1,6	3,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBIT	0,1	0,1	(1,5)	(0,5)	0,8	1,6	2,9	n.a.	99,7%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,3)	(0,6)		
EBITDA recurrente	(0,1)	0,1	(0,3)	0,7	1,4	2,1	3,4	97,5%	72,8%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,1	2,9	(1,3)	(0,7)	(0,1)	0,5		
= Cash Flow operativo recurrente	2,5	0,2	2,5	(0,6)	0,7	2,0	3,9	-31,1%	n.a.
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,3)	(0,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,5	0,2	2,5	(0,7)	0,7	1,7	3,3	-31,2%	91,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>935,9%</i>	<i>-93,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-125,9%</i>	<i>204,3%</i>	<i>150,2%</i>	<i>92,3%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>41,8%</i>	<i>1,6%</i>	<i>18,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,7%</i>	<i>8,6%</i>	<i>15,3%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	0,3	(0,2)	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	0,1	0,1	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	2,7	0,4	2,1	(1,7)	0,0	1,7	3,3	-37,9%	58,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>-86,9%</i>	<i>483,7%</i>	<i>-181,1%</i>	<i>102,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>92,3%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>11,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>11,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>14,3%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>11,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>8,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>14,3%</i>		

Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

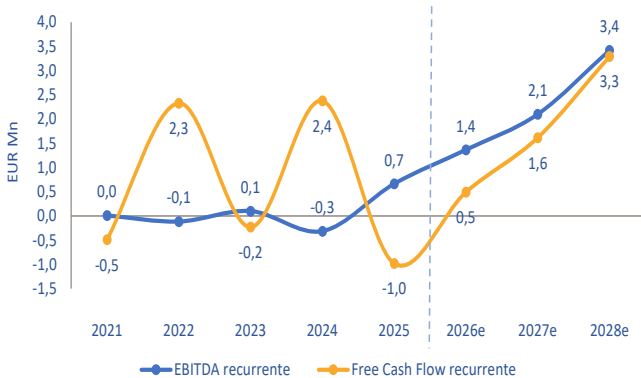
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



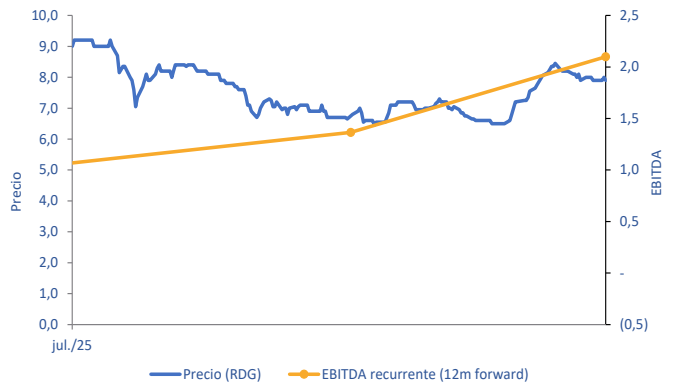
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	18,8	
+ Minoritarios	(0,0)	Rdos. 12m
+ Provisiones y otros pasivos a LP		Rdos. 12m
+ Deuda financiera neta	3,6	Rdos. 12m
- Inmovilizado financiero		Rdos. 12m
+/- Otros ⁽¹⁾	0,6	Rdos. 12m
Enterprise Value (EV)	23,0	

(1) provisión a CP deuda con AAPP

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	15-25	25-28e
Total Ingresos						5,0	6,0	6,1	10,1	13,8	16,8	18,4	19,9	21,5	n.a.	8,5%
Cto. Total ingresos						n.a.	18,4%	1,3%	66,3%	36,6%	22,4%	9,3%	8,0%	8,3%		
EBITDA						0,2	0,9	0,4	0,4	(0,7)	0,3	1,7	2,4	3,7	n.a.	n.a.
Cto. EBITDA						n.a.	451,7%	-55,6%	1,4%	-271,6%	136,1%	542,2%	44,1%	55,0%		
EBITDA/Ingresos						3,3%	15,5%	6,8%	4,2%	n.a.	1,5%	9,0%	12,1%	17,3%		
Beneficio neto						0,5	0,4	(0,1)	(0,1)	(1,8)	(0,8)	0,6	1,2	2,3	n.a.	70,0%
Cto. Beneficio neto						n.a.	-27,8%	-128,3%	-9,5%	n.a.	55,6%	180,6%	81,1%	99,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						-	0,5	1,3	1,5	1,6	2,2	2,3	2,4	2,4		
BPA (EUR)						n.a.	0,73	-0,08	-0,08	-1,11	-0,36	0,27	0,48	0,96	n.a.	67,1%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	n.a.	8,7%	n.a.	67,4%	n.a.	76,6%	99,5%		
BPA ord. (EUR)						n.a.	0,47	-0,05	0,37	-0,41	0,14	0,27	0,48	0,96	n.a.	91,4%
Cto. BPA ord.						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	99,0%	76,6%	99,5%		
CAPEX						(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
CAPEX/Vtas % ¹						3,5%	2,4%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%		
Free Cash Flow						(0,9)	(0,3)	2,5	(0,0)	1,9	(2,0)	(0,1)	1,6	3,3	n.a.	54,0%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						35,9x	6,8x	12,1x	16,3x	n.a.	13,9x	1,3x	0,2x	-0,7x		
PER (x)						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28,8x	16,3x	8,2x		
EV/Vtas (x)						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,32x	1,25x	1,16x	1,07x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,8x	9,6x	6,2x		
Comport. Absoluto						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17,9%				
Comport. Relativo vs Ibex 35						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,5%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Refinitiv.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2026e

		Tecnología					Marketing digital				
		Capgemini	Sopra Steria	Izertis	Knowmad	480	Average	S4Capital	Making Science	Average	RDG
		EUR Mn			Mood						RDGL.MC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CAPP.PA	SOPR.PA	IZER.MC	ATSI.MC	480S.MC		SFOR.L	MAKS.MC		RDGL.MC
	País	France	France	Spain	Spain	Spain		UK	Spain		Spain
	Market cap	17.543,9	2.789,9	304,4	212,3	46,5		342,4	69,2		18,8
	Enterprise value (EV)	23.969,6	3.518,4	372,9	215,3	53,9		475,6	81,4		23,0
Información financiera básica	Total Ingresos	24.000,4	5.763,7	217,3	343,6	43,0		766,0	442,1		18,4
	Cto.Total Ingresos	6,8%	2,0%	34,6%	27,2%	17,7%	17,7%	-12,3%	26,9%	7,3%	9,3%
	2y TACC (2026e - 2028e)	4,1%	3,2%	25,1%	27,3%	n.a.	14,9%	2,6%	n.a.	2,6%	8,1%
	EBITDA	3.714,5	686,0	32,0	25,9	5,0		98,3	14,1		1,7
	Cto. EBITDA	16,1%	-1,5%	39,9%	39,6%	19,3%	22,7%	-3,4%	84,4%	40,5%	542,2%
	2y TACC (2026e - 2028e)	5,7%	4,4%	24,5%	32,1%	n.a.	16,7%	7,6%	n.a.	7,6%	49,5%
	EBITDA/Ingresos	15,5%	11,9%	14,7%	7,5%	11,6%	12,3%	12,8%	3,2%	8,0%	9,0%
	EBIT	2.874,6	494,4	21,0	23,1	4,0		89,3	5,4		0,8
	Cto. EBIT	14,9%	-1,4%	77,7%	48,0%	90,0%	45,9%	286,0%	n.a.	286,0%	271,5%
	2y TACC (2026e - 2028e)	6,8%	5,7%	6,9%	20,6%	n.a.	10,0%	-2,4%	n.a.	-2,4%	86,4%
	EBIT/Ingresos	12,0%	8,6%	9,7%	6,7%	9,3%	9,2%	11,7%	1,2%	6,4%	4,5%
	Beneficio Neto	2.126,3	343,6	8,6	16,5	3,0		45,8	1,0		0,6
	Cto. Beneficio Neto	30,0%	12,2%	93,3%	50,0%	46,5%	46,4%	259,6%	113,2%	186,4%	180,6%
	2y TACC (2026e - 2028e)	6,7%	7,1%	43,3%	21,6%	n.a.	19,7%	11,8%	n.a.	11,8%	90,1%
CAPEX/Ventas	1,6%	2,0%	7,4%	0,5%	4,7%	3,2%	1,3%	1,3%	1,3%	0,0%	
Free Cash Flow	2.039,0	306,2	25,0	(30,5)	n.a.		30,5	2,9		(0,1)	
Deuda financiera Neta	4.384,9	363,3	13,3	41,6	n.a.		80,1	13,0		2,2	
DN/EBITDA (x)	1,2	0,5	0,4	1,6	n.a.	0,9	0,8	0,9	0,9	1,3	
Pay-out	27,8%	29,6%	0,0%	6,0%	0,0%	12,7%	26,0%	0,0%	13,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	8,1	8,1	28,1	12,8	15,9	14,6	7,5	69,1	38,3	28,8
	P/BV (x)	1,4	1,2	3,1	3,4	n.a.	2,3	0,6	1,5	1,1	11,6
	EV/Ingresos (x)	1,0	0,6	1,7	0,6	1,3	1,0	0,6	0,2	0,4	1,2
	EV/EBITDA (x)	6,5	5,1	11,7	8,3	10,8	8,5	4,8	5,8	5,3	13,8
	EV/EBIT (x)	8,3	7,1	17,8	9,3	13,5	11,2	5,3	15,1	10,2	27,7
	ROE	16,8	15,4	8,5	25,9	18,3	17,0	3,2	2,3	2,7	124,5
	FCF Yield (%)	11,6	11,0	8,2	n.a.	n.a.	10,3	8,9	4,2	6,6	2,6
	DPA	3,50	5,23	0,00	0,02	0,00	1,75	0,02	0,00	0,01	0,00
	Dvd Yield	3,4%	3,7%	0,0%	0,5%	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
26-May-2026	n.a.	7,90	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Alfredo Echevarría Otegui

